



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de
fin de grado

Elaboración del plan
económico-financiero
y valoración de
Central de Frades
S.C.G.

Rocío Mirás Vidal

Septiembre 2014

Resumen

El objetivo de este trabajo será realizar la valoración de la cooperativa agraria gallega Central de Frades S.C.G cuya actividad principal es la fabricación de piensos compuestos.

En primer lugar, debemos analizar su situación actual a través de un análisis del entorno y de sus estados financieros históricos. Este análisis junto con la información acerca de los planes futuros de la cooperativa, aportada por sus gestores, nos servirá de guía para elaborar los planes a seguir por la empresa para los próximos cinco años.

La cooperativa tiene la capacidad de producción necesaria para poder incrementar sus ventas. Plantearemos una estrategia comercial de consecución de nuevos clientes que no colisione con otras cooperativas, si bien, seremos prudentes en el impacto de dicha estrategia debido a la alta rivalidad competitiva del sector.

A continuación, plasmaremos la estrategia en el plan financiero y obtendremos los flujos de caja estimados para el periodo de previsión (2014-2018). Por último, se valorará la cooperativa por el modelo de descuento de flujos de caja de la empresa (FCE) y obtendremos un valor de los recursos propios de 3.994.662 millones de euros a 1 de enero de 2014.

El presente trabajo consta de 10.000 palabras (sin contar los índices y notas a pie de página).

Índice

Resumen	2
Índice	3
Índice de abreviaturas	5
Índice de figuras	7
Introducción: objetivos y justificación.....	9
Planificación.....	10
Desarrollo del trabajo.....	12
1 PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA	12
2 DESCRIPCIÓN ACTIVIDADES PRODUCTIVAS	12
3 CLAVES DIFERENCIADORAS ENTRE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA Y UNA SOCIEDAD COOPERATIVA	14
4 ESTUDIO DEL ENTORNO COOPERATIVO.....	17
4.1 Análisis del macroentorno	17
4.2 Análisis de la industria.....	19
5 ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	22
6 ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	23
6.1 Análisis del balance	23
6.2 Análisis de la cuenta de resultados	25
6.3 Análisis de ratios	26
6.3.1 Ratios de Liquidez	26
6.3.2 Ratios de actividad.....	26

6.3.3	Ratios de estructura de capital y solvencia.....	27
6.3.4	Ratios de rentabilidad	27
6.3.5	Análisis DuPont	28
6.4	Estados financieros reformulados: análisis de la creación de valor	29
6.4.1	Reformulación de los estados financieros	29
6.4.2	Análisis de los inductores de valor.....	33
7	PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA Y FINANCIERA PARA EL PERIODO 2014-2018.....	42
7.1	Análisis DAFO de la situación de la cooperativa	42
7.2	Estrategia desarrollada para la cooperativa	43
7.3	El plan financiero: estados financieros pro forma	47
8	VALORACIÓN DE CENTRAL DE FRADES S.C.G.	49
8.1	Metodología de valoración aplicada.....	49
8.2	Determinación de la tasa de descuento y del crecimiento residual.....	51
8.3	Determinación de los flujos de caja libres de la cooperativa	51
8.4	Valoración de la cooperativa con una sola etapa de crecimiento residual .	52
8.5	Análisis de riesgo y sensibilidad a la tasa de descuento y al crecimiento residual.....	52
	Conclusiones y ampliación	54
	Bibliografía.....	56
	BIBLIOGRAFÍA REFERENCIADA.....	56
	BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA	56
	LIBROS:	56
	DOCUMENTOS ELECTRÓNICOS:	57

Índice de abreviaturas

AC = Activo Circulante

ACO = Activo Corriente Operativo

ANC = Activo No Circulante

AO = Activo Operativo

AON = Activo Operativo Neto

APFIN = Apalancamiento financiero

APFINOP = Apalancamiento financiero de los pasivos operativos

BAIT = Beneficio o resultado antes de intereses e impuestos

BAT = Beneficio antes de impuestos

BDT = Beneficio después de impuestos

BR = Beneficio residual

CAMP = Modelo de valoración de activos financieros

CCMP = Coste de capital medio ponderado

CFN = Coste financiero neto

EVA = Valor económico añadido

FCL = Flujos de caja libres

FM = Fondo de Maniobra

FMO = Fondo de Maniobra Operativo

Gastos op. Diarios = Gastos operativos diarios

K_{RP} = Coste de los recursos propios

MB = Margen Bruto

MN = Margen Neto

NOPAT = Resultado neto después de impuestos

PC = Pasivo Circulante

Pc = Plazo de cobro

PN = Patrimonio Neto

PNC = Pasivo No Circulante

Pp = Plazo de pago

RAO = Rentabilidad de los activos operativos

RE = Rentabilidad económica

Rentab. = Rentabilidad

RF = Rentabilidad Financiera

ROE = Rentabilidad de los recursos propios

ROIC = Rentabilidad del capital invertido

Rot. = Rotación

RP = Recursos Propios

Índice de figuras

Figura 1: Producción de piensos de Central de Frades S.C.G.	13
Figura 2: Distribución del resultado de las cooperativas	16
Figura 3: Datos macroeconómicos en España.....	17
Figura 4: Cuadro de las cinco fuerzas de Michael Porter	21
Figura 5: Balance de Central de Frades S.C.G., 2009-2013	22
Figura 6: Cuenta de resultados de Central de Frades S.C.G., 2009-2013	23
Figura 7: Evolución principales partidas del Activo, 2009-2013.....	24
Figura 8: Evolución Patrimonio Neto y Pasivo, 2009-2013.....	24
Figura 9: Análisis de tendencia de la cuenta de resultados, 2009-2013.....	25
Figura 10: Ratios de liquidez de Central de Frades S.C.G., 2009-2013	26
Figura 11: Ratios de actividad de Central de Frades S.C.G., 2009-2013	26
Figura 12: Ratios de estructura de capital y solvencia de Central de Frades S.C.G., 2009-2013	27
Figura 13: Ratios de rentabilidad de Central de Frades S.C.G., 2009-2013.....	28
Figura 14: Aplicación piramidal DuPont, 2011-2013	29
Figura 15: Transformación del balance.....	30
Figura 16: Transformación de la cuenta de resultados.....	31
Figura 17: Balance reformulado de Central de Frades S.C.G., 2009-2013	32
Figura 18: Cuenta de resultados reformulada, 2009-2013	33
Figura 19: Inductores de valor	33
Figura 20: Inductores de valor de Central de Frades S.C.G., 2009-2013.....	34
Figura 21: Inductor del crecimiento en ventas de Central de Frades S.C.G.	34
Figura 22: Inductores de margen y fiscalidad de Central de Frades S.C.G.	35
Figura 23: Inductores de inversión en Inmovilizado y FMO de Central de Frades S.C.G.	36
Figura 24: RAO, ROIC y ROE de Central de Frades S.C.G.	38
Figura 25: Evolución del RAO, ROIC y ROE de Central de Frades S.C.G.	38
Figura 26: Desagregación del ROIC de Central de Frades S.C.G.....	39
Figura 27: Desagregación del RAO de Central de Frades S.C.G.....	39

Figura 28: Desagregación del ROE de Central de Frades S.C.G.....	39
Figura 29: Relaciones de apalancamiento de Central de Frades S.C.G., 2010-2012..	40
Figura 30: Cálculo del Beneficio Residual de Central de Frades S.C.G., 2010-2013 ..	41
Figura 31: Cálculo del EVA con el CCMP para Central de Frades S.C.G., 2010-2013	41
Figura 32: Producción de piensos en 2013	44
Figura 33: Previsión de la evolución del IPC	45
Figura 34: Previsión de la variación en las ventas de la cooperativa con respecto al año anterior	45
Figura 35: Previsión de las ventas de la cooperativa, 2014-2018	45
Figura 36: Variación de las ventas totales de la cooperativa con respecto al año precedente.....	46
Figura 37: Cuenta de resultados previsional de Central de Frades S.C.G., 2014-2018	47
Figura 38: Resultado del ejercicio de Central de Frades S.C.G., 2011-2018	48
Figura 39: Balance previsional de Central de Frades S.C.G., 2014-2018	49
Figura 40: Periodos del horizonte de valoración	50
Figura 41: Flujos de Caja Libres, Central de Frades S.C.G.....	51
Figura 42: Valoración con un solo crecimiento residual	52
Figura 43: Análisis de sensibilidad: crecimiento y tasa de descuento	53

Introducción: objetivos y justificación

El objetivo de este trabajo será realizar el análisis y planificación financiera de Central de Frades S.C.G. a medio plazo; así como, su posterior valoración. Para ello nos basaremos en información histórica sobre la que vamos a construir las previsiones futuras y realizaremos un análisis de valor.

Con el análisis económico-financiero de ésta cooperativa se pretenderá conocer en primer lugar su situación actual. En segundo término y a través de las estrategias previstas para el futuro por sus gestores, se elaborará para los próximos cinco años los estados financieros previsionales que procurarán mejorar la situación de la cooperativa.

En lo referente a la valoración de la empresa, se pretenderá analizar cuál es el valor de ésta cooperativa actualmente teniendo muy presentes las estrategias de la empresa y su valor en continuidad. Es muy importante este punto porque las cooperativas no cotizan en bolsa y por lo tanto, no existe un mercado donde se ponga un precio a este tipo de empresas. La gerencia y los socios necesitan saber el precio que tiene hoy esta cooperativa; la gerencia porque así podrá realizar planes futuros para mejorar su valor y los socios porque cuando tengan que invertir en la cooperativa serán conscientes de que mejorarán su riqueza.

La elección de una cooperativa agraria para realizar este trabajo se debe a mi vinculación personal con el tema y a mi interés por conocer más sobre esta forma societaria. Las cooperativas agrarias son muy importantes en Galicia y las más numerosas son las relacionadas con el sector vacuno (producción láctea y de carne), los cultivos hortofrutícolas y las de producción de vino. Las 363 cooperativas agrarias existentes facturan más de 1.500 millones de euros, lo que representa el 7% de la facturación total del cooperativismo español. Buen ejemplo de ello es la cooperativa gallega Coren que ocupó en 2011 el primer puesto en facturación de todas las cooperativas agroalimentarias de España con 1.005 millones de euros.

Planificación

Este trabajo ha contado con el apoyo y la supervisión del profesor Alfonso Rodríguez Sandiás (Departamento de Economía Financiera y Contabilidad). Además, se han realizado las oportunas reuniones con la cooperativa, cuya gerencia ha puesto a mi disposición toda la información necesaria para este trabajo. Entre los meses de febrero y julio he desarrollado esta labor cuya planificación ha sido la siguiente:

PLANIFICACIÓN DEL TRABAJO			
ETAPAS	PERIODO	TAREA	HORAS
1ª REUNIÓN CON EL TUTOR	03/02/2014	Orientación sobre el trabajo a realizar y la búsqueda de bibliografía	0,20
I. Elaboración del plan de trabajo	03/02/2014 al 13/02/2014	- Búsqueda de bibliografía - Estructura del trabajo - Objetivos y planificación	16
2ª REUNIÓN CON EL TUTOR	21/02/2014	Corrección del plan de trabajo	0,15
II. Desarrollo del trabajo. Elaboración de la 1ª parte: Análisis de los estados contables históricos de la cooperativa	21/02/2014 al 18/04/2014	- Análisis de las cuentas de la empresa - Profundizar en la normativa contable de las cooperativas y en el sector de la fabricación de piensos	100
3ª REUNIÓN CON EL TUTOR	08/05/2014	Corrección de la primera parte del trabajo	0,30
III. Modificación de la 1ª parte del trabajo	08/05/2014 al 28/05/2014	Corrección del análisis de los estados contables de la cooperativa	4
IV. Realización de la 2ª parte del TFG: Análisis de las cuentas reformuladas	28/05/2014 al 13/06/2014	- Elaboración de las cuentas reformuladas y análisis de las mismas	87
V. Realización de la 3ª parte: Plan financiero para el periodo: 2014-2018	13/06/2014 al 27/06/2014	- Elaboración estrategia que seguirá la empresa en el próximo quinquenio - Elaboración del balance y cuenta de resultados previsionales	30
VI. Elaboración 4ª parte: Valoración de la cooperativa	01/07/2014 al 11/07/2014	- Valoración de la cooperativa a 01/01/2014	10
4ª REUNIÓN CON EL TUTOR	16/07/2014	- Corrección de la 2ª, 3ª y 4ª parte del TFG	0,30
Retoques finales del trabajo	16/07/2014 al 28/07/2014	- Corrección de las últimas partes del TFG - Retoques de formato	5
5ª REUNIÓN CON EL TUTOR	29/07/2014	Revisión final del trabajo	0,55
VII. PREPARACIÓN PRESENTACIÓN	01/09/2014 al 05/09/2014	Preparar la presentación del trabajo	8
Entrega del TFG	08/09/2014		
Total tiempo dedicado al TFG			260
Tiempo de trabajo con el tutor			1,50

Desarrollo del trabajo

1 PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA

CENTRAL DE FRADES S.C.G. es una cooperativa agraria de segundo grado constituida el 24 de junio de 1963, está situada en Pontecarreira en el ayuntamiento de Frades perteneciente a la comarca de Ordes (La Coruña). Está formada por 744 socios ganaderos y su actividad económica principal es la elaboración de piensos para animales domésticos y la comercialización de insumos agrarios.

Esta cooperativa cuenta con 20 empleados, su capital social asciende a 163.998,90 € y está obligada a auditarse debido a su tamaño.

Un hecho relevante en su historia fue la Asamblea General de socios celebrada el 27 de octubre del año 2000 en la que se decidió la fusión de la Cooperativa Central de Frades y la Cooperativa de San Lorenzo de Olas (Mesía), mediante la absorción de la segunda por la primera. Esto fue publicado en el DOG número 251 el viernes 29 de diciembre del 2000 (página 17.148).

2 DESCRIPCIÓN ACTIVIDADES PRODUCTIVAS

Las actividades que constituyen el objeto social de esta cooperativa son:

- Fabricación de piensos compuestos con una fábrica que produce unas 24.000 Tm/año de diferentes tipos de piensos.
- Venta de insumos para los ganaderos: abonos, fitosanitarios, zoonosanitarios, plásticos y demás insumos necesarios en una explotación agraria.
- Servicios técnicos: la cooperativa ofrece una serie de servicios veterinarios y agrícolas a sus socios.

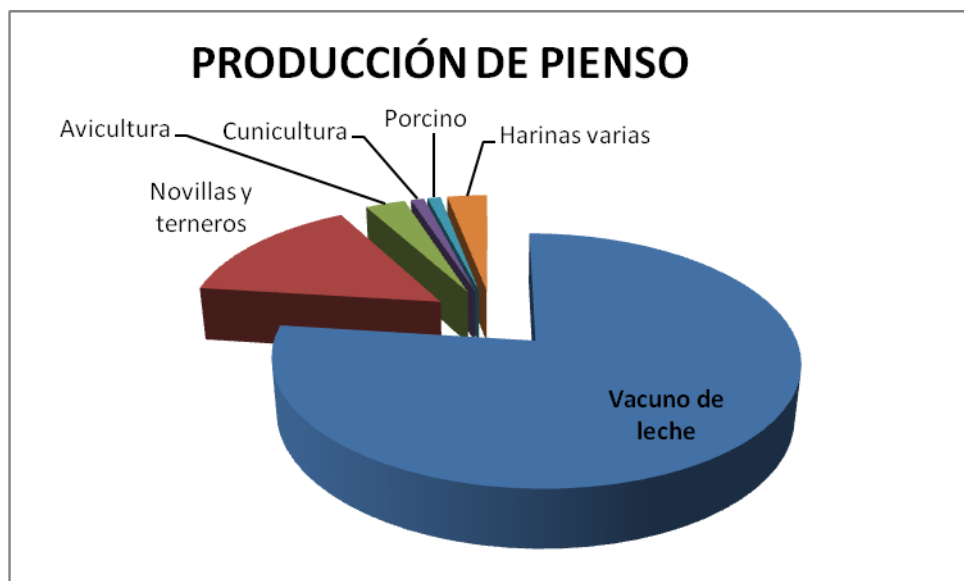
- Formación de los socios: mediante cursillos y seminarios de carácter agrario organizados por la cooperativa.

La elaboración de piensos compuestos es su actividad principal. La fábrica se instaló en noviembre del 2001 y su capacidad de producción es de 40.000 Tm/año. La producción casi no varía a lo largo del año debido a que se realiza una Asamblea General en la que se establece una previsión del consumo que van a realizar las explotaciones ganaderas socias y mediante los servicios veterinarios de nutrición de la cooperativa se hace un seguimiento personalizado a cada granja.

En el año 2012 la crisis del sector lácteo dio lugar a un estancamiento de la producción, en total se produjeron 24.410 Tm/año. Esta producción se dirige mayoritariamente para vacuno de leche (77% del total), en segundo lugar para novillas y terneros (15%), avicultura (3%), cunicultura (1%), porcino (1%) y harinas varias (3%).

La distribución de los piensos, en un 60%, se hace mediante los camiones de la cooperativa realizando distintas rutas ya prefijadas. El resto se vende directamente en el almacén, al cual se acerca el ganadero con su vehículo y lleva las cantidades que necesite.

Figura 1: Producción de piensos de Central de Frades S.C.G.



Fuente: Elaboración propia

3 CLAVES DIFERENCIADORAS ENTRE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA Y UNA SOCIEDAD COOPERATIVA

La cooperativa es una empresa formada por personas con objetivos comunes que realiza una actividad económica o de prestación de servicios y su característica diferenciadora más importante es que cada socio tiene idéntico poder de decisión independientemente del capital aportado.

Las cooperativas pueden ser de primer o de segundo grado. Las de primer grado están formadas por personas físicas o jurídicas (mínimo 3 socios); mientras que, en las cooperativas de segundo grado los socios son personas jurídicas y se forman por la unión de al menos dos cooperativas.

Los órganos de las cooperativas son los siguientes:

Asamblea General: Es la reunión de todos los socios para deliberar sobre los asuntos de la cooperativa. En las cooperativas cada socio tiene un voto salvo que se establezca lo contrario.

Consejo Rector: Órgano de representación y gobierno de la cooperativa compuesto por: presidente, vicepresidente y secretario. Estos son elegidos por la Asamblea General para un periodo de entre dos y seis años. El presidente ostenta la representación legal de la empresa.

Interventores: Realizan el control de las cuentas anuales, de los libros contables etc.

A continuación se explican las particularidades contables de las cooperativas:

- **Capital social**

El capital social mínimo para su constitución son 3.005,06 €. Está constituido por las aportaciones obligatorias y voluntarias de los socios. Debido a la libre adhesión y baja de los socios su cifra es variable:

- Aumenta por las aportaciones obligatorias de los socios que se incorporan.
- Disminuye cuando se dan de baja y se les reembolsa su aportación contabilizando el importe como deuda.

A diferencia de las sociedades anónimas, los socios de la cooperativa no tienen una participación en los beneficios en función del capital aportado (dividendos); sino que, por sus aportaciones al capital perciben unos intereses. El tipo de interés estará fijado en los Estatutos o se pacta en la Asamblea General.

Debido a las particularidades del capital social, este puede ser contablemente calificado como fondos propios, pasivo o instrumento financiero compuesto. Se considera instrumento financiero compuesto o pasivo financiero cuando el reembolso de las aportaciones en caso de baja es exigible o la remuneración del capital o el

retorno cooperativo (remuneración al socio por la actividad realizada con la cooperativa) son obligatorios.

- **Fondo de reserva obligatorio (F.R.O.)**

Es una reserva irrepartible en Galicia y que forma parte de los Fondos Propios. Es un fondo de la sociedad cuya misión es incrementar la solvencia de la empresa. A este fondo se debe dotar como mínimo un 20% de los resultados cooperativos y el 50% de los resultados extracooperativos y extraordinarios. La dotación al fondo se hace sobre el resultado antes de impuestos y una vez descontadas las pérdidas de ejercicios anteriores.

- **Fondo de reembolso o actualización**

La finalidad de este fondo es actualizar las aportaciones al capital social para su reembolso a los socios que abandonen la cooperativa.

- **Fondo de reserva voluntario (F.R.V.)**

Es un fondo creado por la Asamblea General y con carácter general se consideran Patrimonio Neto. La asamblea debe determinar si estos fondos van a ser repartibles o no. En Galicia, salvo que la Asamblea General diga lo contrario, estos fondos son irrepartibles entre los socios en caso de baja. Si fuesen considerados repartibles y exigibles en caso de baja se considerarán Pasivo.

- **Fondo de Formación y Promoción Cooperativa (F.F.P.)**

Es un fondo que figura en el pasivo del balance y es irrepartible e inembargable entre los socios en caso de liquidación de la cooperativa. Se dota de forma obligatoria con cargo a resultados positivos y constituyendo un gasto para la entidad. Sus finalidades son:

- La formación de los socios y trabajadores para su desarrollo en el ámbito laboral.
- Actuaciones para la conciliación de la vida laboral y familiar así como el fomento de la igualdad.
- La difusión del cooperativismo, la promoción de relaciones entre cooperativas y el apoyo a proyectos e iniciativas de emprendimiento cooperativo generadores de empleo.
- Fomento de la responsabilidad social y de las acciones de cuidado del medioambiente en su entorno local.

Si en el plazo de 5 años la cooperativa no usa los fondos para alguna finalidad establecida, debe transferirlos al Consello Gallego de Cooperativas, de lo contrario se perdería la protección fiscal. La parte del fondo que no se haya aplicado en el ejercicio será destinado en el ejercicio siguiente a cuentas de ahorro o títulos de deuda pública, cuyos rendimientos financiero se aplicarán a dicho fin. La dotación de este fondo tiene una bonificación fiscal, se minora la base imponible correspondiente al resultado de la cooperativa en un 50% del importe que se destina a dicho fondo.

• Resultados del ejercicio económico en las cooperativas

En la base imponible del impuesto de sociedades el resultado se separa en:

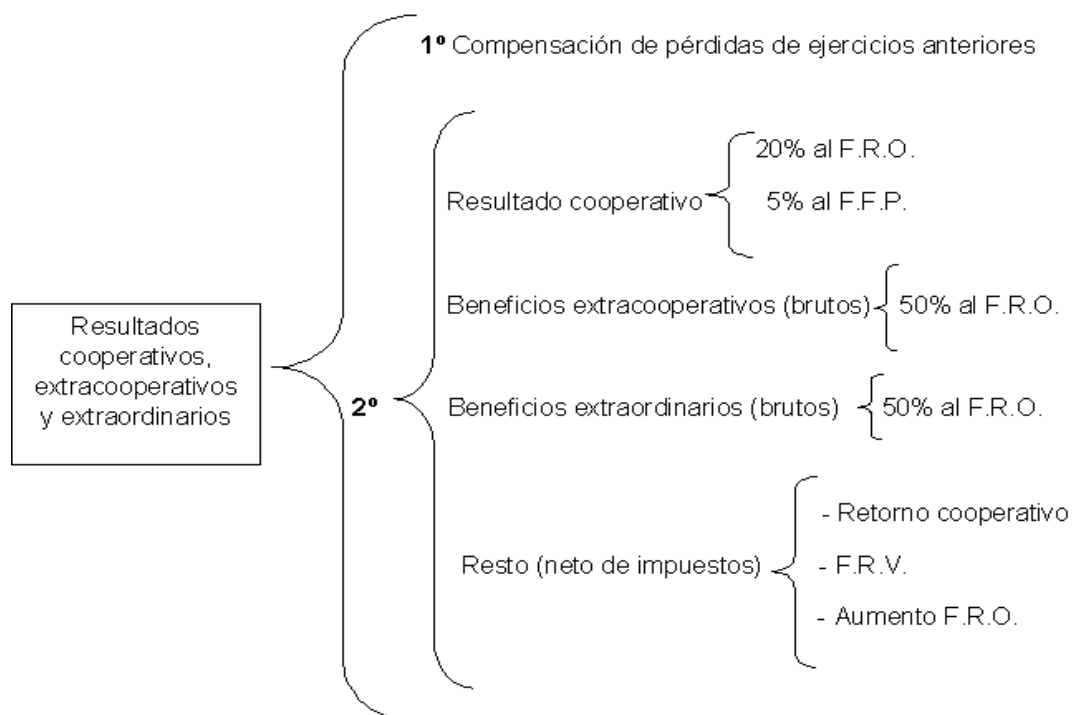
- Resultados cooperativos: proceden de la actividad propia de la cooperativa y de las operaciones realizadas con socios.
- Resultados extracooperativos y extraordinarios: son los procedentes de la actividad cooperativizada con terceros no socios y de los resultados ajenos.

Se obtienen bases imponibles separadas por ambos tipos de resultados. El impuesto de sociedades a aplicar a las cooperativas no protegidas es el tipo general del 30%. En el caso de la situación fiscal de cooperativas protegidas (por ejemplo las agrarias) o especialmente protegidas se aplica el 20% a los resultados cooperativos y el 30% a los resultados extracooperativos y extraordinarios.

Si se realizan operaciones con terceros no socios se debe llevar una contabilidad separada, es decir, se debe especificar en el resultado la parte que corresponde a operaciones con socios o con terceros. Si no se hace esta distinción se pierde la condición de cooperativa especialmente protegida.

• Distribución del beneficio en las cooperativas

Figura 2: Distribución del resultado de las cooperativas



Fuente: Elaboración propia a partir de la ley 14/2011, de 16 de diciembre, por la que se modifica la Ley 5/1998, de 18 de diciembre, de cooperativas de Galicia.

4 ESTUDIO DEL ENTORNO COOPERATIVO

4.1 Análisis del macroentorno

El macroentorno está compuesto por una serie de factores del medio que rodea a la empresa y que le afectan directamente. Para estudiar dichos factores llevaremos a cabo un análisis PESTEL, el cual identifica seis tipos de influencias del entorno: política, económica, social, tecnológica, ambiental y legal.

Para el sector del cooperativismo en España los factores que le afectan en cada ámbito son los siguientes:

- **Político:**

- Beneficios fiscales recogidos en la Ley 20/1990 del 19 de diciembre sobre el régimen fiscal de cooperativas (BOE 20-12-1990). La competencia en materia fiscal de las cooperativas no ha sido transferida a Galicia.
- Ayudas para el fomento del empleo en empresas de economía social y de promoción del cooperativismo 2014.
- Ley 13/2013 de 2 de agosto, para el fomento de la integración de cooperativas y de otras entidades asociativas de carácter agroalimentario.
- Plan estratégico nacional de desarrollo rural 2007-2013.
- Nuevo plan estatal de integración cooperativa plurianual 2015/2020 que pretende que las cooperativas españolas sean más competitivas en el mundo.
- Decreto legislativo en fase de elaboración por la Xunta de Galicia para crear una marca que identifique los productos y servicios de las cooperativas gallegas.

- **Económico:**

- Panorama económico de cierta recuperación a corto plazo:

Figura 3: Datos macroeconómicos en España

DATOS MACROECONÓMICOS	2013	2014	2015
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	-1,3%	0,2%	0,5%
EVOLUCIÓN TASA DE PARO	26,9%	26,7%	26,5%
EVOLUCIÓN DEL IPC	1,8%	1,5%	1,2%

Fuente: Fondo Monetario Internacional¹

- El Banco Central Europeo mantiene los tipos de interés en el 0,25%.²
- Las exportaciones españolas aumentaron en 2013 un 5,2%. En concreto, las exportaciones agroalimentarias no paran de crecer desde que se inició la crisis (alrededor de un 40% desde 2008) y con tasas anuales superiores a las de otros países europeos. Los productos que van en cabeza son las frutas y hortalizas frescas, vino, carne y productos de porcino y aceite de oliva. España es el octavo exportador del mundo en el sector agroalimentario.

• **Social:**

- Las cooperativas son un medio para fijar a la población rural.
- Crean empleos estables a nivel local permitiendo que grupos de personas en riesgo de exclusión social obtengan trabajo.
- Cada vez más agricultores y ganaderos están convencidos que sin la unión no pueden conseguir un precio justo por sus productos.

• **Tecnológico:**

- Sistemas productivos automatizados.
- Uso de software para el control de los procesos productivos y otros software específicos para el control de otros servicios que ofrecen las cooperativas (por ejemplo software para la gestión de la nutrición animal).

• **Medioambiente:**

- Las cooperativas solo están obligadas a gestionar los residuos que ellas generan y no tienen la obligación de encargarse de aquellos pertenecientes a los socios o a los productos que ponen en el mercado.

1 Mars, A. (2013, 8 de octubre). El FMI da un leve respiro a España: el Fondo mejora las previsiones por primera vez en tres años, pero mantiene que queda aún todo un lustro por delante sin apenas creación de empleo. *El País*. Recuperado el 06/28, 2014, de: http://economia.elpais.com/economia/2013/10/08/actualidad/1381230811_998105.html

2 Acosta, A. (2014, 3 de abril). El BCE deja en el 0,25% los tipos de interés pese a la caída de la inflación. *La información*. Recuperado el 07/29, 2014 de: http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/el-bce-deja-en-el-0-25-los-tipos-de-interes-pese-a-la-caida-de-la-inflacion_t6wpCgbbKGxGgAC00UI0X5/

- Proyecto europeo Tesla (Transferring Energy Save Laid on Agroindustry) para conseguir ahorros energéticos en las cooperativas agroalimentarias.

- **Legal:**

- Ley 27/1999 del 16 de julio de Cooperativas.
- Ley 5/1998 del 18 de diciembre de Cooperativas de Galicia que sufre una reforma con la ley 14/2011 de 16 de diciembre.
- Ley 20/1990 del 19 de diciembre sobre el Régimen Fiscal de Cooperativas
- ORDEN EHA/3360/2010 de 21 de diciembre que recoge las normas sobre los aspectos contables de las cooperativas.
- R.D. 1514/2007 por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- Código de Comercio.

4.2 Análisis de la industria

La actividad principal de la cooperativa, la fabricación de piensos para animales, implica que debemos profundizar más en el estudio de este sector. Mediante el modelo de las cinco fuerzas de Michael Porter³ vamos a analizar el atractivo del sector. Lo esencial de este modelo es que las industrias donde menos intensas sean estas cinco fuerzas serán más atractivas.

- **La amenaza de entrada**

El número e importancia de las barreras de acceso determinan la amenaza de entrada. Las principales barreras de entrada en el sector son las economías de escala y las curvas de experiencia.

El proceso productivo está totalmente automatizado lo que requiere una gran inversión en maquinaria y en sistemas para el control de la producción mediante software que controle el proceso productivo⁴ (pesaje de materias primas, mejora de tiempos etc.). Por tanto, las barreras de entrada son altas debido a la gran inversión inicial en inmovilizado y materias primas.

Es imprescindible ser competitivos en costes y es un requisito para competir. Para ello se necesita controlar al detalle el proceso productivo mejorando la eficiencia

³ E. Porter, Michael. (2009). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. Madrid: Pirámide.

⁴ Castromán Diz, Juan Luis, Núñez Liz, Paloma. (2012). *Organización de la producción*. Madrid: Pearson Educación.

energética, reduciendo los tiempos de espera y la carga de trabajo en cada fase del proceso para aumentar la productividad.

- La amenaza de sustitutos

Los productos sustitutos de los piensos son los forrajes (cereales y oleaginosas). Esta forma de alimentar al ganado solo se utiliza en la ganadería extensiva. En la ganadería intensiva, donde se quiere sacar un alto rendimiento del animal se necesita una alimentación científica; por lo tanto, en este caso los forrajes y los piensos son complementarios. Hay que resaltar que hay explotaciones que fabrican sus propios piensos (integración vertical hacia atrás).

En esta cooperativa el 77% de los piensos producidos se dirigen a la alimentación de vacas de leche en producción destinados la mayoría a granjas de ganadería intensiva. Es por esto que este sector es atractivo, ya que los piensos para estos animales son un complemento indispensable en su dieta si se quiere lograr la máxima producción de leche.

- El poder de los compradores

La cooperativa cuenta con clientes socios y no socios. No todos los socios de la cooperativa son clientes de esta, debido a que comparan precio y calidad respecto a otras cooperativas y fábricas productoras de piensos. Lo que explica esto es que un quilo de pienso le cuesta más al ganadero de lo que le pagan por un litro de leche.

Los ganaderos pueden cambiar fácilmente de un proveedor a otro, lo que implica un alto poder de negociación. En este aspecto la industria no es atractiva ya que el cliente puede elegir al proveedor que más le convenga sin incurrir en ningún tipo de coste. Además, existe dependencia de ciertos clientes que consumen en sus explotaciones grandes cantidades de pienso y es difícil encontrar una buena cartera de clientes.

Cabe destacar que a partir del primer semestre de 2013 los precios pagados por la leche empezaron a subir desde menos de 39 céntimos el litro hasta una media de 40 céntimos el litro en zonas más productoras como Galicia y cifras superiores en el resto. Además se redujo el precio de una parte de las materias primas para la producción de piensos.

- El poder de los proveedores

El sector de los piensos es un mercado de volúmenes y depende de la disponibilidad de las materias primas. Entre ellas, la soja y el maíz, cuyo precio se negocia en mercados futuros y es fundamental la fluctuación euro/dólar. Los precios de la soja se marcan en la Bolsa de Chicago.

Los precios de las materias primas dependen de cómo fuesen las cosechas en grandes países productores como Ucrania, Rusia y Latinoamérica. Los mercados emergentes de China y Brasil han incrementado la demanda en los últimos años lo que ha provocado que las materias primas coticen al alza en los mercados futuros.

En este mercado hay unos pocos proveedores que son empresas multinacionales, los cuales tienen un alto poder sobre los compradores. En concreto, esta cooperativa solo tiene 5 proveedores lo que les otorga mayor poder.

- Rivalidad competitiva

Las cuatro fuerzas competitivas analizadas anteriormente afectan a la rivalidad competitiva entre esta cooperativa y sus rivales más cercanos. A continuación resumimos cómo afectan las fuerzas competitivas analizadas anteriormente a este sector.

Las altas barreras de entrada reducen el número de rivales y el elevado poder de los compradores aumenta la competitividad del sector. Al no existir productos sustitutivos aumenta la rivalidad entre las empresas de esta parcela del mercado. En cuanto a los proveedores, como estos están concentrados ejercen un mayor poder sobre los compradores dejándolos en una posición de negociación muy débil.

La cooperativa Central de Frades compite con otras cooperativas situadas en ayuntamientos cercanos y con grandes empresas distribuidoras y fabricantes de piensos. Concretamente, en su comarca (Ordes) hay un total de 38 cooperativas de las cuales rivaliza con 29 que son agrarias.

Los altos costes fijos, debido a las elevadas inversiones iniciales, actúan como barrera de salida que incrementa la rivalidad competitiva.

A continuación se hace un resumen de las fuerzas de Porter para este sector:

Figura 4: Cuadro de las cinco fuerzas de Michael Porter

Amenaza de entrada	<ul style="list-style-type: none"> • Economías de escala • Curvas de experiencia • Alta inversión en maquinaria, en sistemas para el control de la producción (pesaje de materias primas, mejora de tiempos...) y en materias primas • Competitivos en costes
Amenaza de sustitutivos	<ul style="list-style-type: none"> • Ganadería intensiva: forrajes y piensos son complementarios • Piensos indispensables para una alta producción de leche
Poder de los compradores	<ul style="list-style-type: none"> • Alto poder de negociación: pueden cambiar fácilmente de un proveedor a otro • Dependencia de ciertos clientes • Dificil encontrar una buena cartera de clientes • A partir del primer semestre del 2013 los precios pagados por la leche subieron
Poder de los proveedores	<ul style="list-style-type: none"> • Alto poder, son empresas multinacionales • Las materias primas dependen de las cosechas en los países productores (Ucrania, Rusia y Latinoamérica) • La soja cotiza en la Bolsa de Chicago
Rivalidad competitiva	<ul style="list-style-type: none"> • Altas barreras de entrada reducen el número de rivales • Alto poder de los compradores • Competencia alta debido a la falta de sustitutivos • Poder de negociación bajo con proveedores • Altos costes fijos actúan de barreras de salida • Rivalidad por lo menos con 29 cooperativas agrarias de la comarca de Ordes

Fuente: Elaboración propia

5 ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

Las últimas cuentas anuales aprobadas y auditadas de Central de Frades S.C.G. son las del ejercicio cerrado de 2013.

A continuación se presentan los estados financieros, balance y cuenta de resultados de la empresa para el período 2009-2013.

Figura 5: Balance de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

BALANCE	2009	2010	2011	2012	2013
Activo No Corriente	2.216.561	2.200.145	2.021.021	1.914.787	2.022.609
Inmovilizado intangible	124	330	223	116	4.547
Inmovilizado material	2.190.422	2.173.799	1.983.315	1.872.409	1.906.166
Inversiones financieras a L/P	5.786	5.786	5.786	5.786	75.420
Otros activos no corrientes	20.230	20.230	31.697	36.476	36.476
Activo Corriente	2.295.754	1.905.480	1.949.813	1.494.210	1.699.452
Existencias	625.576	533.719	570.823	547.169	654.556
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.627.784	1.330.221	1.294.509	877.791	1.018.583
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	31.646	30.492	72.539	65.342	19.686
Otros activos corrientes	10.748	11.049	11.942	3.909	6.626
TOTAL ACTIVO	4.512.315	4.105.624	3.970.834	3.408.997	3.722.061
Patrimonio Neto	2.114.615	2.169.697	2.038.815	1.996.628	1.972.996
Capital	164.647	170.513	168.115	170.633	163.999
Fondo reserva obligatorio	432.895	432.895	435.299	435.299	435.299
Fondo reserva voluntario	1.156.270	1.156.270	1.156.270	1.156.270	1.121.582
Resultados de ejercicios anteriores	-65.754	-80.919	-61.324	-152.988	-166.940
Resultado de la cooperativa(positivo o negativo)	-15.165	24.404	-91.665	-19.115	4.392
Subvenciones ,donaciones y legados	441.723	466.534	432.118	406.528	414.664
Pasivo No Corriente	950.518	635.822	697.344	489.326	444.415
Fondo de educación, formación y promoción a l/p	0	0	2.314	2.314	909
Deudas con características especiales a l/p	0	0	0	0	34.597
Deudas a largo plazo	840.020	519.188	587.000	385.380	305.243
Otros pasivos no corrientes	110.497	116.634	108.030	101.632	103.666
Pasivo Corriente	1.447.182	1.300.105	1.234.675	923.043	1.304.651
Deudas a corto plazo	669.952	743.106	406.635	167.515	324.407
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	769.545	552.238	822.749	752.846	978.919
Otros pasivos corrientes	7.685	4.761	5.291	2.682	1.325
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	4.512.315	4.105.624	3.970.834	3.408.997	3.722.061

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de la cooperativa

En la figura 5 podemos apreciar el Balance de la cooperativa, un modelo que difiere del de otro tipo de sociedades debido a las particularidades de estas. Es conveniente resaltar que en el Balance el Fondo de Educación, Formación y Promoción de las sociedades cooperativas aparece en el pasivo porque así lo establece el Plan General Contable del 2007.

Figura 6: Cuenta de resultados de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

CUENTA DE RESULTADOS	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos de explotación	9.426.091	7.612.384	7.648.203	9.188.253	10.440.955
Importe neto de cifra de negocios	9.383.394	7.505.604	7.551.027	9.119.740	10.409.222
Otros ingresos de explotación	42.698	106.781	97.176	68.513	31.733
Consumo de mercaderías y materiales	8.180.480	6.300.190	6.337.876	7.746.878	9.013.914
Gastos de personal	447.178	515.224	567.464	602.043	601.321
Otros gastos de explotación	630.181	589.713	638.865	820.300	702.318
Amortización	147.870	167.403	192.113	145.814	141.094
Imputación de subvenciones	25.667	32.363	43.020	40.984	43.456
Otros resultados	2.952	-3.352	-42.578	91.712	5.517
Resultado de explotación (BAIT)	49.001	68.865	-87.674	5.914	31.281
Ingresos financieros	9.497	7.921	7.603	12.838	6.821
Gastos financieros	77.455	52.382	23.061	42.645	33.709
Resultado financiero	-67.958	-44.461	-15.458	-29.808	-26.889
Resultado antes de impuestos (BAT)	-18.957	24.404	-103.132	-23.894	4.392
Impuestos sobre sociedades	3.791	0	11.468	4.779	0
Resultado del ejercicio (BDT)	-15.165	24.404	-91.665	-19.115	4.392
Dotación al Fondo de Reserva Obligatorio	0	0	2.404	0	0
Dotación al Fondo de Reserva Voluntario	0	0	0	0	0
Dotación al Fondo de Formación	0	0	2.404	0	0
Excedente	-15.165	24.404	-89.260	-19.115	4.392

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de la cooperativa

La figura 6 muestra la cuenta de resultados de la empresa, la cual, no es exactamente la que presenta en sus cuentas anuales. Se trata de un modelo que hemos simplificado para calcular lo siguiente: el Resultado de explotación (BAIT), el Resultado antes de impuestos (BAT) y el Resultado del ejercicio (BDT). Se pueden apreciar las dotaciones realizadas tanto a los fondos obligatorios como a las reservas voluntarias, estas se hacen sobre el resultado del ejercicio del año anterior.

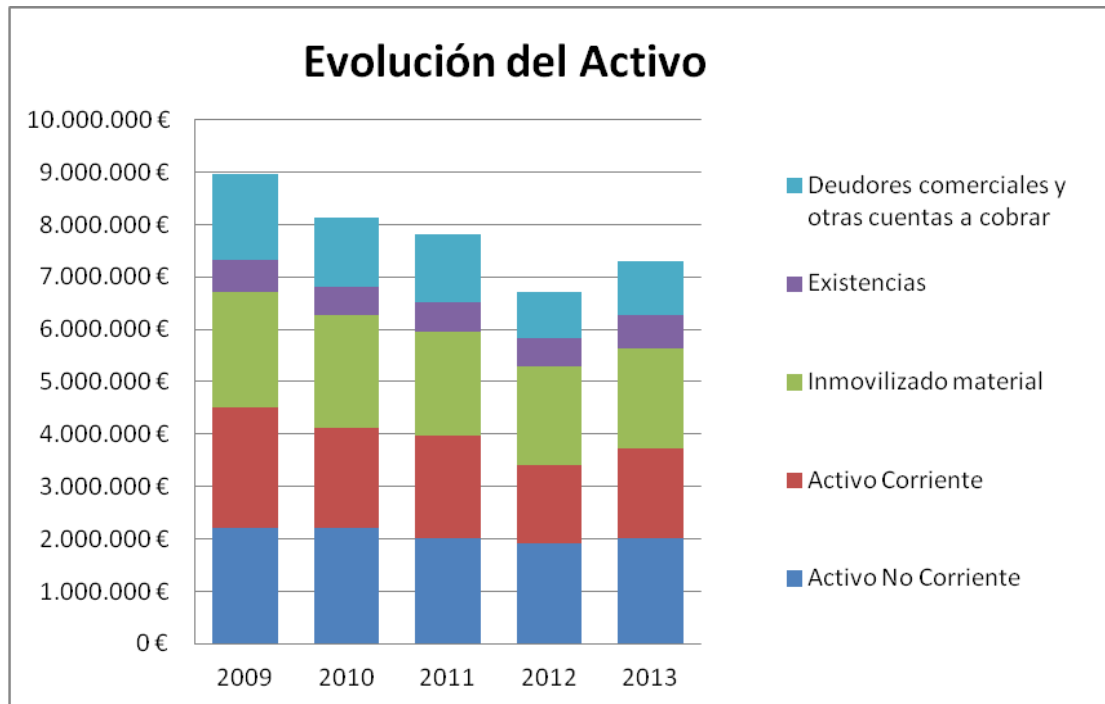
6 ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Comenzaremos realizando un análisis básico del balance y la cuenta de resultados de la cooperativa.

6.1 Análisis del balance

A continuación estudiaremos la evolución de las principales partidas y masas patrimoniales del balance.

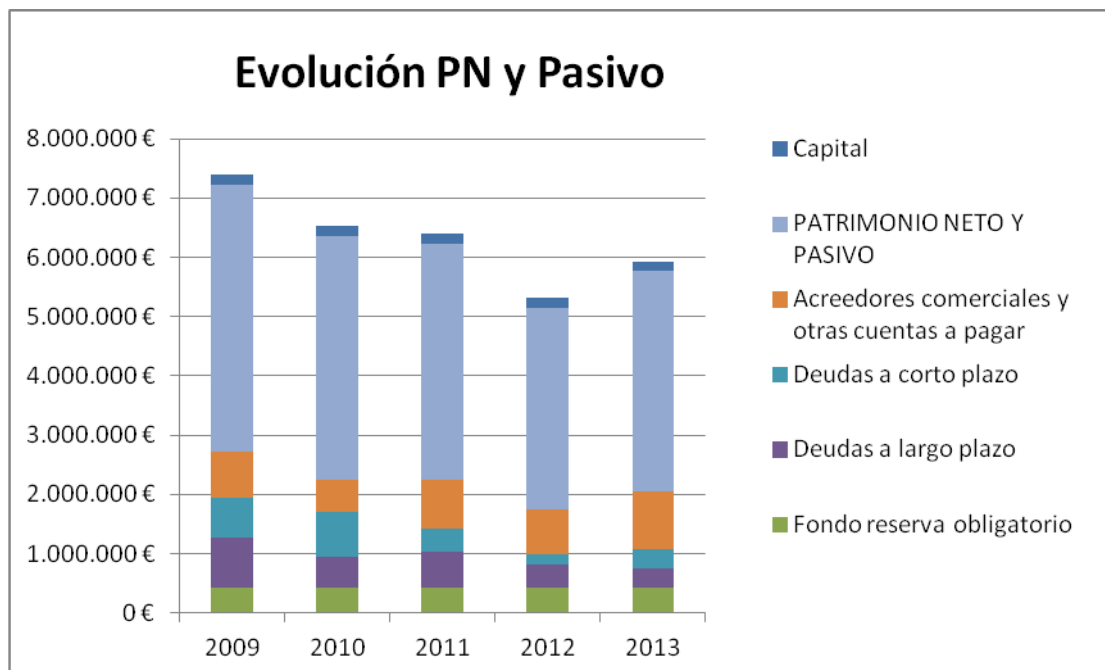
Figura 7: Evolución principales partidas del Activo, 2009-2013



Fuente: Elaboración propia

En este gráfico podemos observar que tanto el activo corriente como el no corriente descienden en este quinquenio. En el activo no corriente, el inmovilizado material ha descendido con respecto al 2009. En el activo corriente las existencias es la única cuenta que ha aumentado. Los deudores de la empresa descienden todos los años con respecto al 2009 pero su mayor caída es en el 2012.

Figura 8: Evolución Patrimonio Neto y Pasivo, 2009-2013

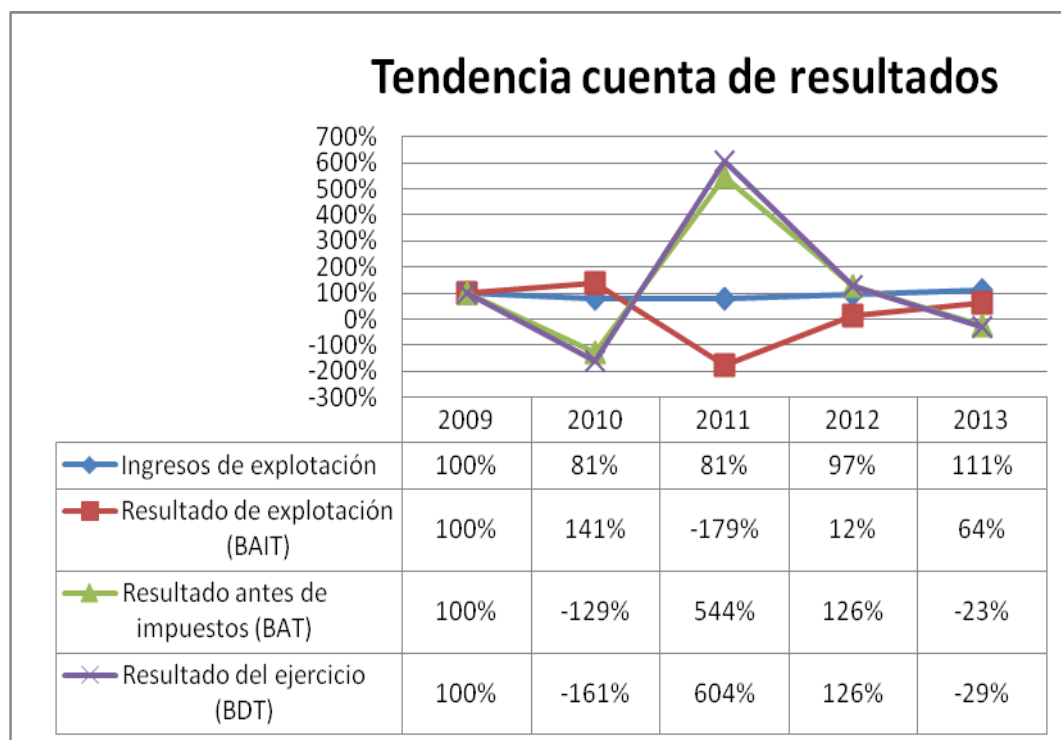


Fuente: Elaboración propia

En el gráfico precedente hemos incluido las partidas del Patrimonio Neto y Pasivo más relevantes para este tipo de análisis. El capital de la cooperativa ha sufrido todos los años fluctuaciones con respecto al año base, debido a las altas y bajas de socios. En lo referente al total de patrimonio neto y pasivo este ha descendido, el mayor descenso con respecto al año base es en 2012. En el lado del pasivo tanto las deudas a largo como a corto han disminuido con respecto al 2009, siendo en 2013 mayor el endeudamiento a corto plazo. Los acreedores comerciales aunque han sufrido cambios aumentaron con respecto al 2009. Por último, resaltar que el Fondo de reserva obligatorio aumenta poco debido a que la cooperativa debe destinar el 20% del resultado al fondo solo cuando tiene beneficios.

6.2 Análisis de la cuenta de resultados

Figura 9: Análisis de tendencia de la cuenta de resultados, 2009-2013



Fuente: Elaboración propia

En este gráfico vamos a analizar las principales partidas de la cuenta de resultados. Al final del período analizado los ingresos de explotación han remontado aumentando un 11%. Destaca en el gráfico que el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) es negativo en 2011 y en los dos años siguientes se hace positivo, aproximándose más en 2013 a la cifra inicial. El beneficio antes de impuestos es negativo en 2009, 2011 y 2012. En el 2013 el BAT aumenta con respecto al año base porque es positivo. En cuanto al resultado del ejercicio, este es negativo en el año base y en 2011 y 2012. Se observa que en 2010 el BDT aumenta un 61% con respecto al año base y que en 2011

también aumenta haciéndose más negativo. En 2010 aumenta un 61% y en 2013 vemos que aumenta un 71%; ya que ambos resultados son positivos.

6.3 Análisis de ratios

Es conveniente realizar un análisis de los principales ratios para saber el estado en el que se encuentra la cooperativa. Se utilizan algunas abreviaturas.

6.3.1 Ratios de Liquidez

Figura 10: Ratios de liquidez de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

RATIOS DE LIQUIDEZ	Definición	2009	2010	2011	2012	2013
Ratio de circulante	AC/PC	1,59	1,47	1,58	1,62	1,30
Prueba ácida	(Tesorería+Deudores)/PC	114,67%	104,66%	110,72%	102,18%	79,58%
Ratio de Tesorería	Efectivo/PC	2,19%	2,35%	5,88%	7,08%	1,51%
Ratio de Fondo de Maniobra	FM/Total Activo	18,81%	14,75%	18,01%	16,75%	10,61%
Cobertura de gastos de explotación	(Tesorería+Deudores)/Gastos op. diarios	64,53	66,15	65,23	37,03	36,23

Fuente: Elaboración propia

El ratio de circulante es mayor a la unidad en todos los años, lo que indica que la empresa puede hacer frente a las deudas a corto utilizando sus activos corrientes y que tiene un fondo de maniobra positivo. Podemos observar que, la liquidez de la empresa sufre fluctuaciones para acabar empeorando más en el 2013. Con el ratio de tesorería podemos apreciar que el efectivo es suficiente para cubrir sus obligaciones a corto plazo.

6.3.2 Ratios de actividad

Figura 11: Ratios de actividad de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

RATIOS DE ACTIVIDAD	Definición	2009	2010	2011	2012	2013
Rot. Activo	Ventas/Total Activo	2,09	1,85	1,93	2,70	2,81
Rot. Deudores	Ventas/Deudores Comerciales	5,76	5,64	5,83	10,39	10,22
Rot. Existencias	Consumo de mercaderías/Existencias	13,08	11,80	11,10	14,16	13,77
Rot. Acreedores	Consumo de mercaderías/Acreedores Comerciales	10,63	11,41	7,70	10,29	9,21
Pc Deudores	Deudores Comerciales/Ventas diarias	62,45	63,80	61,72	34,65	35,23
Plazo de Existencias	Inventario/Consumo de materiales diarios	27,53	30,50	32,42	25,43	26,14
Pp a Acreedores	Acreedores comerciales/Consumo de materiales diarios	33,87	31,56	46,73	34,99	39,10
Ciclo de Tesorería	Plazo de cobro + Plazo existencias - Plazo de pago	56,12	62,74	47,41	25,09	22,27

Fuente: Elaboración propia

En esta figura podemos apreciar las rotaciones y plazos de la cooperativa. La rotación de activos disminuye en 2010 y 2011 para luego recuperarse en 2012 y 2013 superando la rotación inicial. La política de crédito de la empresa se hace más restrictiva a lo largo del período, por lo que cobra antes de sus clientes, lo cual es beneficioso. Las existencias rotan menos en 2010 y 2011 para luego recuperar casi la rotación inicial, por lo que el plazo al final del periodo no varía prácticamente. El plazo

para pagarle a los acreedores ha aumentado en 2013 con respecto al inicio, algo que le interesa a la cooperativa. Podemos apreciar que el ciclo de tesorería al final del período analizado se reduce debido a que el plazo de cobro disminuye y el plazo de pago aumenta; por lo que, la cooperativa tarda una media de 22 días en recuperar cada euro invertido en el proceso productivo.

6.3.3 Ratios de estructura de capital y solvencia

Figura 12: Ratios de estructura de capital y solvencia de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

Ratios de estructura de capital y solvencia	Definición	2009	2010	2011	2012	2013
Ratio de solvencia	Total Activo/Pasivo	1,88	2,12	2,06	2,41	2,13
Ratio de dependencia financiera	Pasivo/Total Activo	53,14%	47,15%	48,66%	41,43%	46,99%
Endeudamiento a largo	PNC/PN	0,45	0,29	0,34	0,25	0,23
Endeudamiento a corto	PC/PN	0,68	0,60	0,61	0,46	0,66
Ratio de autonomía financiera	PN/Total Activo	46,86%	52,85%	51,34%	58,57%	53,01%
Coefficiente básico de financiación	$(PN+PNC)/(ANC + ACO)$	0,83	0,80	0,89	0,96	0,89
Cobertura de intereses	BAIT/Intereses	0,63	1,31	-3,80	0,14	0,93

Fuente: Elaboración propia

La cooperativa, como se puede apreciar, mejora su solvencia a lo largo de los años. En cuanto al ratio de endeudamiento, que también mide el apalancamiento financiero, la empresa está todos los años mucho más endeudada a corto que a largo plazo. Este endeudamiento excesivo a corto plazo es preocupante debido a que supera el 50% todos los años. Lo normal sería que la empresa estuviese más endeudada a largo plazo, ya que, tendría más tiempo para devolver la deuda. Este mayor endeudamiento a corto plazo, puede deberse a que la cooperativa usa mucho las pólizas de crédito y además solo cuenta con 5 proveedores que son multinacionales, lo cual dificulta el poder de negociación.

El coeficiente básico de financiación es menor a la unidad todos los años, lo que nos indica que la cooperativa está en desequilibrio financiero, porque los recursos permanentes no cubren las inversiones en activos no corrientes y en activo corriente permanente. Este hecho no es alarmante porque hay empresas que operan con un fondo de rotación real menor que el necesario y no tienen mayor problema.

Para medir el apalancamiento financiero tenemos el ratio de cobertura de intereses. Este ratio nos informa sobre el grado en que los intereses son absorbidos por el beneficio antes de intereses e impuestos más la amortización. Si la empresa es capaz de pagar los gastos financieros aunque no pueda pagar su deuda, podrá renegociar esta en la entidad financiera. La cooperativa solo es capaz de pagar los intereses en 2010 y se aproxima mucho en 2013. No obstante, destaca el año 2011 donde el BAIT no puede cubrir los intereses porque es negativo.

6.3.4 Ratios de rentabilidad

Los ratios que comentaremos a continuación miden la rentabilidad de la cooperativa tratando de ver la eficiencia con la cual la empresa utiliza sus recursos.

Figura 13: Ratios de rentabilidad de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

Ratios de rentabilidad	Definición	2009	2010	2011	2012	2013
MB	BAIT/Ventas	0,52%	0,90%	-1,15%	0,06%	0,30%
MN	BDT/Ventas	-0,16%	0,32%	-1,20%	-0,21%	0,04%
RE	BAIT/Total Activo	1,09%	1,68%	-2,21%	0,17%	0,84%
Rentab. activos, tras impuestos	BDT/Total Activo	-0,34%	0,59%	-2,31%	-0,56%	0,12%
RF	BDT/PN	-0,72%	1,12%	-4,50%	-0,96%	0,22%

Fuente: Elaboración propia

El margen bruto mide la rentabilidad con respecto a las ventas, es decir, el beneficio obtenido por cada unidad monetaria vendida. Se puede apreciar que desciende hasta el año 2011 que llega a ser negativo (debido a que el BAIT es negativo) para luego ir poco a poco recuperándose. Hay que tener en cuenta que el margen bruto depende de lo siguiente: volumen de ventas, precio de venta, coste de las mercaderías, gestión de los recursos humanos y el coste de otras partidas (amortizaciones, gastos comerciales etc.). En el caso de la cooperativa, el consumo de mercaderías es muy elevado como vimos anteriormente (representa alrededor de un 84% del total de ingresos).

El margen neto sufre fluctuaciones importantes siendo solo positivo en 2010 y 2013; debido a que, la empresa tiene pérdidas en 2009, 2011 y 2012.

La rentabilidad económica, que mide la capacidad de generar beneficios de los activos de la empresa, es demasiado baja para un sector industrial. Nos indica que la empresa no está utilizando sus activos de una manera eficaz. Esto puede ser debido a que tenga activos ociosos, es decir, activos improductivos o ineficientes.

En lo referente a la rentabilidad financiera o “ROE” (Return on equity), esta relaciona el beneficio económico con los recursos necesarios para obtener ese lucro. La rentabilidad más alta para los socios de la cooperativa se da en 2010 con un 1,12% pero en otros años esta es negativa. Esto es debido a que la rentabilidad económica es demasiado baja y el grado de apalancamiento es alto, debido a que los gastos financieros tan elevados de la cuenta de resultados hacen que disminuya el beneficio.

6.3.5 Análisis DuPont

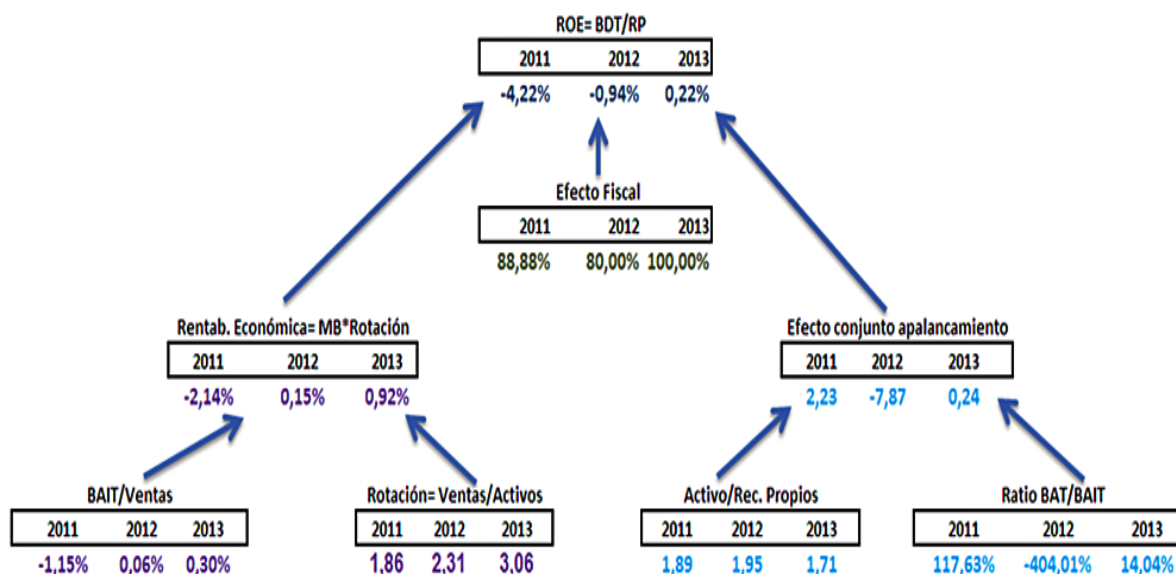
A efectos de poder realizar un análisis más detallado de las causas que generan la rentabilidad de los recursos propios, vamos a realizar un análisis piramidal del ROE o rentabilidad de los recursos propios. Por el método DuPont existen diferentes niveles de desagregación del ROE pero lo haremos de la siguiente forma:

$$\text{ROE} = \text{BDT} / \text{RP} = \text{BAIT} / \text{VENTAS} \times \text{BAT} / \text{BAIT} \times \text{BDT} / \text{BAT} \times \text{VENTAS} / \text{ACTIVO} \times \text{ACTIVO} / \text{RP}$$

$$\text{Efecto endeudamiento} = \text{BAT} / \text{BAIT} \times \text{ACTIVO} / \text{RECURSOS PROPIOS}$$

$$\text{ROE} = \text{Margen Bruto} \times \text{Efecto fiscal} \times \text{Rotación de activos} \times \text{Efecto conjunto del endeudamiento}$$

Figura 14: Aplicación piramidal DuPont, 2011-2013



Fuente: Elaboración propia

En el 2013 podemos apreciar que el ROE es positivo. Esto se debe, por un lado, a que tanto el margen bruto como la rotación han mejorado lo que supone un aumento de la rentabilidad económica. Por otro, el efecto endeudamiento aumenta con respecto al año anterior. En cuanto al efecto fiscal, en el último año también mejora debido a que la cooperativa no tiene que pagar impuesto debido a que compensa resultados negativos de años anteriores. Todos estos factores hacen mejorar el ROE.

6.4 Estados financieros reformulados: análisis de la creación de valor

En los apartados anteriores hemos hecho un análisis de la estructura contable tradicional. En este apartado vamos a reformular los estados contables para poder obtener otras medidas de análisis económico financieras orientadas a medir la creación de valor por parte de la empresa.

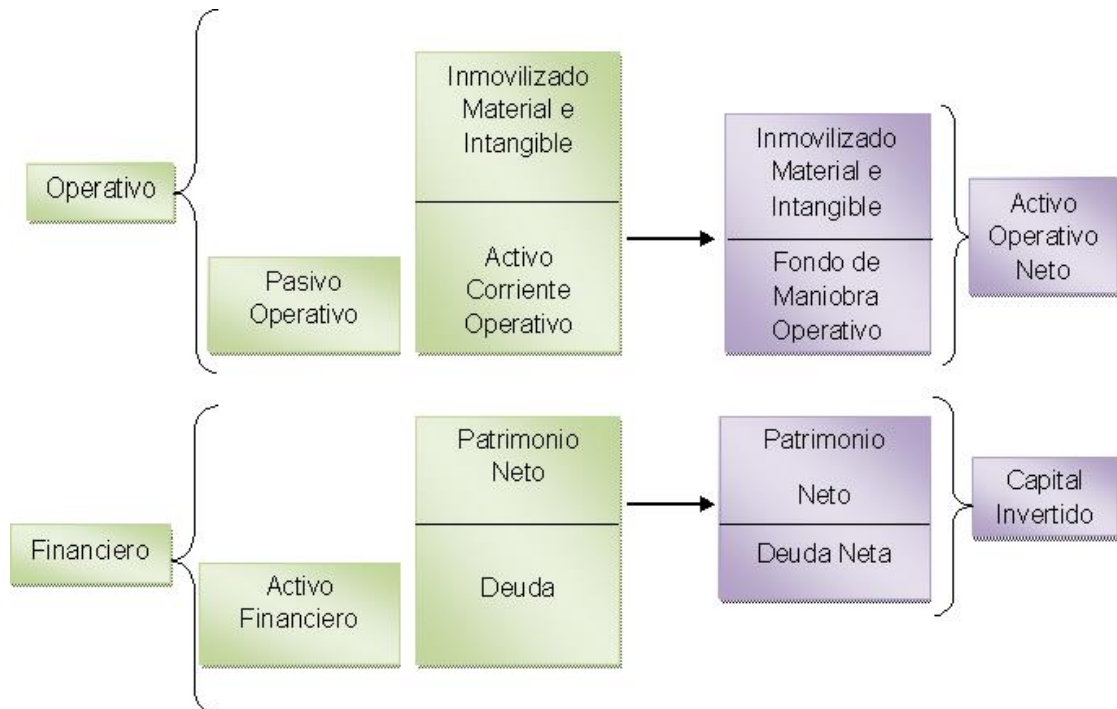
6.4.1 Reformulación de los estados financieros

El objetivo de la reformulación de la contabilidad es separar las cuentas de carácter operativo de las no operativas o financieras. Las cuentas operativas son aquellas necesarias para la actividad de explotación de la empresa o que surgen de esta.

En el balance reformulado trasladamos los pasivos operativos minorando el activo, en concreto el activo circulante operativo, lo que forma el Fondo de Maniobra Operativo. Por otro lado, pasamos los activos no operativos (inversiones financieras a corto y a largo) minorando el pasivo, en este caso a la deuda, creando el concepto de Deuda Neta. A continuación vemos la transformación:

Activo Operativo Neto: Inmovilizado Operativo + (Activo Corriente Operativo – Pasivo Operativo) = Inmovilizado Operativo + Fondo de Maniobra Operativo = Patrimonio Neto + (Deuda – Activo Financiero) = Patrimonio Neto + Deuda Neta = **Capital Invertido**

Figura 15: Transformación del balance



Fuente: Rodríguez Sandiás, A. (2011). *Estrategias de planificación financiera aplicada*. Santiago de Compostela: Andavira.

En lo referente a la cuenta de resultados reformulada, el objetivo es separar las actividades operativas de las financieras a nivel fiscal. De esta forma se obtiene el resultado operativo separado del resultado financiero, ambos netos de impuestos. Para tal efecto, al Resultado de explotación o BAIT le restamos los impuestos operativos obteniendo el NOPAT (Net Operating Profit After Taxes). De esta forma, aplicamos también los impuestos al Resultado financiero y obtenemos el resultado financiero neto de impuestos. Si el resultado financiero es negativo, es decir, los gastos financieros superan a los ingresos, los impuestos financieros serán un ahorro fiscal. En la figura siguiente se aprecia que alcanzamos el mismo objetivo que tiene la cuenta tradicional, el resultado del ejercicio (BDT), idéntico en ambos casos:

Figura 16: Transformación de la cuenta de resultados



Fuente: Rodríguez Sandiás, A. (2011). Estrategias de planificación financiera aplicada. Santiago de Compostela: Andavira.

A continuación, en las dos figuras siguientes se muestran el balance y la cuenta de resultados reformulados de Central de Frades S.C.G para los cinco años de los que disponemos de datos.

Figura 17: Balance reformulado de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

BALANCE REFORMULADO	2009	2010	2011	2012	2013
Inmovilizado Operativo	2.210.775	2.194.359	2.015.235	1.909.001	1.947.189
Inmovilizado intangible	124	330	223	116	4.547
Inmovilizado material	2.190.422	2.173.799	1.983.315	1.872.409	1.906.166
Otros activos no corrientes	20.230	20.230	31.697	36.476	36.476
Activo Corriente Operativo	2.295.754	1.905.480	1.949.813	1.494.210	1.699.452
Existencias	625.576	533.719	570.823	547.169	654.556
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.627.784	1.330.221	1.294.509	877.791	1.018.583
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	31.646	30.492	72.539	65.342	19.686
Otros activos corrientes	10.748	11.049	11.942	3.909	6.626
Pasivo Operativo	777.230	557.000	828.040	755.528	980.244
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	769.545	552.238	822.749	752.846	978.919
Otros pasivos corrientes	7.685	4.761	5.291	2.682	1.325
Fondo de Maniobra Operativo	1.518.524	1.348.480	1.121.773	738.682	719.209
Activo Operativo	4.506.529	4.099.838	3.965.048	3.403.211	3.646.641
Activo Operativo Neto	3.729.300	3.542.839	3.137.008	2.647.683	2.666.398
Patrimonio Neto	2.114.615	2.169.697	2.038.815	1.996.628	1.972.996
Capital	164.647	170.513	168.115	170.633	163.999
Fondo reserva obligatorio	432.895	432.895	435.299	435.299	435.299
Fondo reserva voluntario	1.156.270	1.156.270	1.156.270	1.156.270	1.121.582
Resultados de ejercicios anteriores	-65.754	-80.919	-61.324	-152.988	-166.940
Resultado de la cooperativa(positivo o negativo)	-15.165	24.404	-91.665	-19.115	4.392
Subvenciones ,donaciones y legados	441.723	466.534	432.118	406.528	414.664
Deuda	1.620.470	1.378.927	1.103.979	656.841	768.822
Fondo de educación, formación y promoción a l/p	0	0	2.314	2.314	909
Deudas con características especiales a l/p	0	0	0	0	34.597
Deudas a largo plazo	840.020	519.188	587.000	385.380	305.243
Otros pasivos no corrientes	110.497	116.634	108.030	101.632	103.666
Deudas a corto plazo	669.952	743.106	406.635	167.515	324.407
Activo Financiero	5.786	5.786	5.786	5.786	75.420
Inversiones financieras a L/P	5.786	5.786	5.786	5.786	75.420
Deuda Neta	1.614.684	1.373.142	1.098.194	651.056	693.402
Capital Invertido	3.729.300	3.542.839	3.137.008	2.647.683	2.666.398

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de la cooperativa

Figura 18: Cuenta de resultados reformulada, 2009-2013

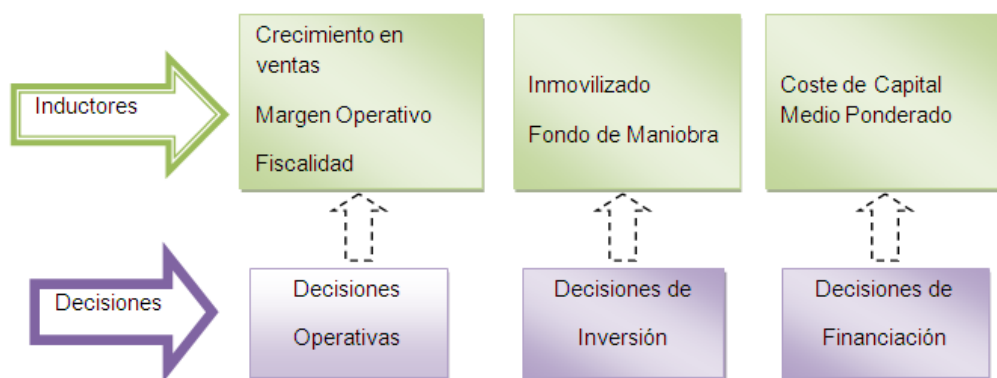
CUENTA DE RESULTADOS REFORMULADA	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos de explotación	9426091	7612384	7648203	9188253	10440955
Consumo de mercaderías y materiales	8.180.480	6.300.190	6.337.876	7.746.878	9.013.914
Gastos de personal	447.178	515.224	567.464	602.043	601.321
Otros gastos de explotación	630.181	589.713	638.865	820.300	702.318
Amortización	147.870	167.403	192.113	145.814	141.094
Imputación de subvenciones	25.667	32.363	43.020	40.984	43.456
Otros resultados	2.952	-3.352	-42.578	91.712	5.517
BAIT	49.001	68.865	-87.674	5.914	31.281
Impuestos Operativos	9.800	0	-9.749	1.183	0
NOPAT	39.201	68.865	-77.925	4.731	31.281
Ingresos financieros	9.497	7.921	7.603	12.838	6.821
Gastos financieros	77.455	52.382	23.061	42.645	33.709
Resultado financiero	-67.958	-44.461	-15.458	-29.808	-26.889
Impuestos (Ahorro fiscal)	-13.592	0	-1.719	-5.962	0
Resultado Financiero tras impuestos	-54.366	-44.461	-13.739	-23.846	-26.889
BDT	-15.165	24.404	-91.665	-19.115	4.392
Dotación al Fondo de Reserva Obligatorio	0	0	2.404	0	0
Dotación al Fondo de Reserva Voluntario	0	0	0	0	0
Dotación al Fondo de Formación	0	0	2.404	0	0
Excedente	-15.165	24.404	-89.260	-19.115	4.392

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de la cooperativa

6.4.2 Análisis de los inductores de valor

En este apartado vamos a analizar los ratios relacionados con los inductores de valor. Los inductores de valor (value drivers) son variables clave que si se mejoran incrementarán el valor de la empresa. Para desglosar estas variables vamos a seguir el modelo de Rappaport⁵ que propone seis inductores de valor que son consecuencia de las decisiones siguientes:

Figura 19: Inductores de valor



⁵ Adaptado de: Rodríguez Sandiás, A. (2011). *Estrategias de planificación financiera aplicada*, (1ª edición). Santiago de Compostela: Andavira.

Fuente: Rodríguez Sandiás, A. (2011). *Estrategias de planificación financiera aplicada*. Santiago de Compostela: Andavira.

A continuación se presentan los seis inductores de valor de la cooperativa Central de Frades para los últimos cuatro años:

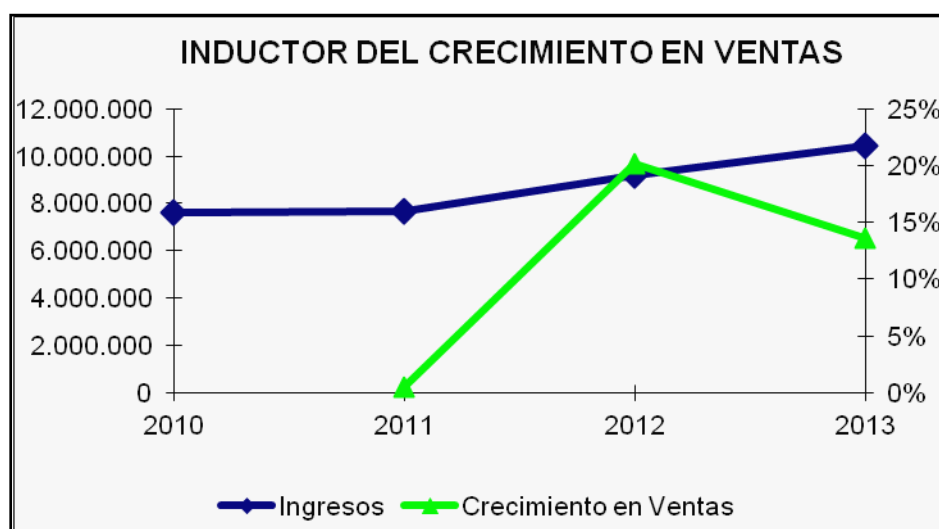
Figura 20: Inductores de valor de Central de Frades S.C.G., 2009-2013

Inductores de Valor	2010	2011	2012	2013
1. Crecimiento en Ingresos		0,47%	20,14%	13,63%
2. Margen Operativo	0,90%	-1,15%	0,06%	0,30%
Consumo de mercaderías y materiales	82,76%	82,87%	84,31%	86,33%
Gastos de personal	6,77%	7,42%	6,55%	5,76%
Otros gastos de explotación	7,75%	8,35%	8,93%	6,73%
3. Tasa Impositiva	0,00%	11,12%	20,00%	0,00%
4. % Inmovilizado Operativo s/ Ingresos (inicial)	29,04%	28,69%	21,93%	18,28%
5. % Fondo de Maniobra Operativo s/ Ingresos (inicial)	19,95%	17,63%	12,21%	7,07%
Activo Corriente Operativo	30,16%	24,91%	21,22%	14,31%
Pasivo Operativo	10,21%	7,28%	9,01%	7,24%
% Deuda Neta / Capital Invertido (inicial)	43,30%	38,76%	35,01%	24,59%
% Patrimonio Neto / Capital Invertido (inicial)	56,70%	61,24%	64,99%	75,41%
Coste Financiero Neto, tras impuestos	2,75%	1,00%	2,17%	4,13%
Coste Recursos Propios	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
6. Coste de Capital Medio Ponderado	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%

Fuente: Elaboración propia

El primer inductor dentro del área operativa es el crecimiento en ventas. Este indica el aumento de las ventas de un año con respecto al anterior y vemos que se incrementan a lo largo de los últimos cuatro años.

Figura 21: Inductor del crecimiento en ventas de Central de Frades S.C.G.

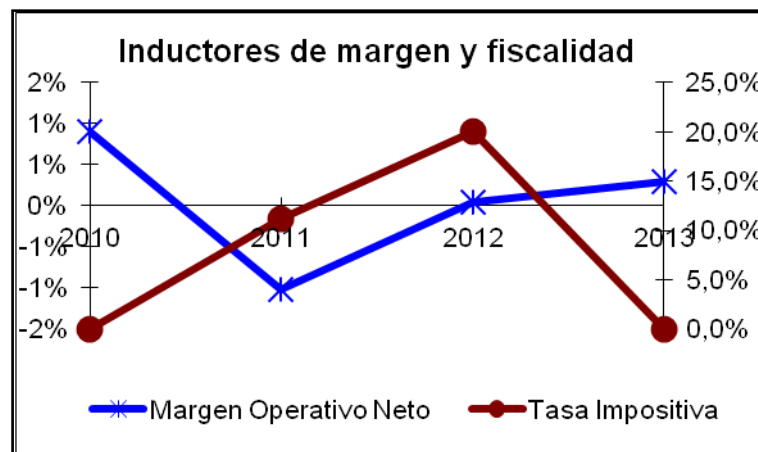


Fuente: Elaboración propia

El segundo inductor es el margen operativo (BAIT/Ingresos de explotación), el cual es negativo en 2011 y en los otros años no llega al 1%. Para profundizar un poco más en su análisis se puede observar que la partida que supone mayores costes a la empresa es el consumo de mercaderías. Si la empresa consigue reducir estos costes logrará un impacto mayor en el margen operativo.

El último inductor en las decisiones operativas es la tasa impositiva, la cual es nula en 2010 y 2013 debido a la compensación de resultados negativos de ejercicios anteriores. El impuesto es del 20% todos los años como así se indica en la memoria de la cooperativa.

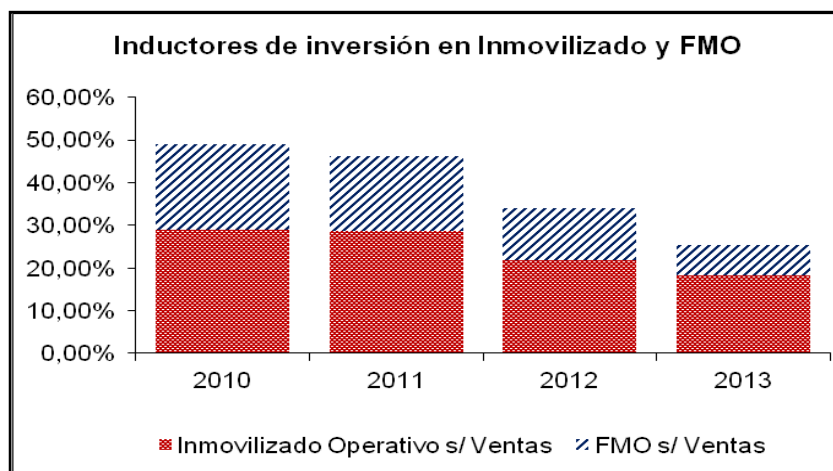
Figura 22: Inductores de margen y fiscalidad de Central de Frades S.C.G.



Fuente: Elaboración propia

Las decisiones de inversión se reflejan a través de los porcentajes que representan el FMO y el Inmovilizado Operativo al inicio de año sobre los ingresos de ese año. Ambos inductores disminuyen, lo que indica que su rotación aumenta. El menor peso del inmovilizado operativo sobre ventas puede ser debido a que la cooperativa está aprovechando economías de escala. En el caso del menor FMO sobre ingresos implica que sus recursos permanentes financian la mayor parte del activo corriente operativo.

Figura 23: Inductores de inversión en Inmovilizado y FMO de Central de Frades S.C.G.



Fuente: Elaboración propia

El último inductor es el CCMP, el cual, debido a que resulta complejo determinarlo y más al tratarse de una cooperativa, hemos establecido un CCMP constante del 7,5%, valor que creemos que representa mejor el coste de oportunidad de los fondos comprometidos para la financiación de la cooperativa. Para establecer el CCMP hemos tenido en cuenta el Coste de la Deuda que se ha calculado teniendo en cuenta la información contable y el Coste de los Recursos Propios que lo hemos calculado mediante el modelo del CAPM⁶.

6.4.2.1 Análisis de rentabilidad de Central de Frades S.C.G.

En este apartado analizaremos la rentabilidad obtenida por la cooperativa en los últimos cuatro años. En el análisis de las cuentas tradicionales vimos varias medidas de rentabilidad. No obstante, necesitamos medidas que se centren en la parte operativa del negocio. Vamos a analizar el ROIC (Return on Invested Capital), el RAO (Return on Operating Assets o Rentabilidad de los Activos Operativos) y el ROE (Return on Equity). Primero vamos a ver su definición, descomposición y qué nos indican.

⁶ CAPM (Capital Assets Pricing Model): $K_c = R_f + \beta (R_m - R_f)$

R_f: es la tasa de rentabilidad libre de riesgo. Utilizamos la rentabilidad de las obligaciones del estado a 10 años, actualmente es del 4%. Dato obtenido de: Boletín de deuda pública. *Banco de España*. Recuperado el, 06/05, 2014, de:

<http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/banota/a0103.txt>

β: beta del activo (1). Las cooperativas no cotizan en bolsa por lo que aplicamos la beta que tienen las letras del tesoro.

(R_m – R_f): prima de riesgo del mercado, el 5%.

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT}/\text{AON} = \text{NOPAT}/\text{CAPITAL INVERTIDO}$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT}/\text{AON} = \text{NOPAT}/\text{VENTAS} \times \text{VENTAS}/\text{AON} = \text{Margen Operativo Neto} \times \text{Rotación de Activo Operativo Neto}$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT}/\text{AON} = \text{BAIT}/\text{VENTAS} \times \text{VENAS}/\text{AON} \times \text{NOPAT}/\text{BAIT} = \text{Margen Operativo Bruto} \times \text{Rotación de Activo Operativo Neto} \times \text{Efecto Fiscal}$$

El ROIC es una medida de rentabilidad que mide la recompensa operativa tras impuestos sobre el esfuerzo operativo neto realizado. A la empresa le interesa que el ROIC sea lo más elevado posible. No obstante, este no nos indicará nada si no lo comparamos con el Coste de Capital Medio Ponderado. Si el ROIC supera el Coste de Capital Medio Ponderado entonces la empresa está generando riqueza o valor.

En cuanto al RAO o Rentabilidad de los Activos Operativos este no busca obtener una rentabilidad como el ROIC sino que pretende explicar lo que pasaría si la empresa no tuviese pasivos operativos. De esta forma, en el numerador se suman al NOPAT los intereses de la financiación operativa (acreedores comerciales básicamente) y en el denominador aparece el Activo Operativo. A continuación vemos el desglose de este ratio:

$$\text{RAO} = (\text{NOPAT} + \text{Intereses Implícitos del Pasivo Operativo})/\text{Activo Operativo} = \text{NOPAT ajustado}/\text{Activo Operativo}$$

$$\text{RAO} = \text{NOPAT ajustado}/\text{Activo Operativo} = \text{NOPAT ajustado}/\text{Ventas} \times \text{Ventas}/\text{Activo Operativo} = \text{Margen ajustado} \times \text{Rotación del Activo Operativo}$$

En lo referente al ROE, se trata de la rentabilidad de los recursos propios y fue analizada en el apartado anterior por el método Dupont. No obstante, vamos a volver a considerarla para el análisis de la rentabilidad de los estados contables reformulados.

A continuación desglosamos el ROE de cuatro formas:

$$1) \text{ROE} = \text{BDT}/\text{PN} = \text{NOPAT}/\text{AON} \times \text{AON}/\text{PN} \times \text{BDT}/\text{NOPAT} = \text{ROIC} \times \text{Efecto Endeudamiento}$$

$$2) \text{ROE} = \text{BDT}/\text{PN} = \text{NOPAT}/\text{Ventas} \times \text{Ventas}/\text{AON} \times \text{AON}/\text{PN} \times \text{BDT}/\text{NOPAT}$$

$$3) \text{ROE} = \text{BDT}/\text{PN} = \text{BAIT}/\text{VENTAS} \times \text{NOPAT}/\text{BAIT} \times \text{Ventas}/\text{AON} \times \text{AON}/\text{PN} \times \text{BDT}/\text{NOPAT}$$

$$4) \text{ROE} = \text{BDT}/\text{PN} = \text{NOPAT ajustado}/\text{Ventas} \times \text{NOPAT}/\text{NOPAT ajustado} \times \text{Ventas}/\text{AO} \times \text{AO}/\text{AON} \times \text{AON}/\text{PN} \times \text{BDT}/\text{NOPAT}$$

Hay que tener en cuenta que se puede pasar del RAO al ROIC y del ROIC al ROE como se muestra posteriormente:

$$\text{APFIN} = \text{Deuda Neta} / \text{Patrimonio Neto}$$

$$\text{cfn} = \text{coste financiero neto tras impuestos}$$

$$\text{ROIC} = \text{RAO} + \text{APFINOP} \times (\text{RAO} - \text{cfn})$$

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + \text{APFIN} \times (\text{ROIC} - \text{cfn})$$

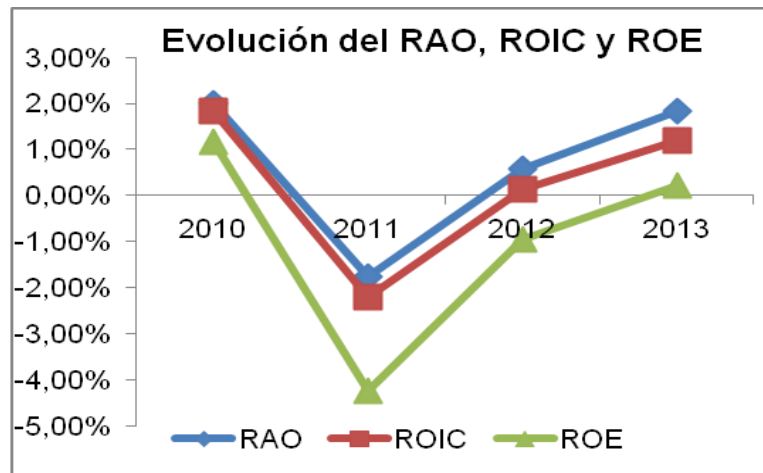
En las dos figuras siguientes podemos observar que se ha producido una caída de la rentabilidad de la empresa siendo mayor en el caso del ROE y que es negativa en el 2011 según los tres indicadores. Esto último es debido a que el NOPAT es negativo en el 2011. A continuación analizaremos pormenorizadamente cada indicador.

Figura 24: RAO, ROIC y ROE de Central de Frades S.C.G.

Rentabilidades	2010	2011	2012	2013
RAO	2,00%	-1,76%	0,57%	1,84%
ROIC	1,85%	-2,20%	0,15%	1,18%
ROE	1,15%	-4,22%	-0,94%	0,22%

Fuente: Elaboración propia

Figura 25: Evolución del RAO, ROIC y ROE de Central de Frades S.C.G.



Fuente: Elaboración propia

En la figura siguiente tenemos la descomposición del ROIC en tres factores. Se observa que la rotación del AON mejora a lo largo del período, el margen operativo bruto empeora y el efecto fiscal vuelve a sus niveles iniciales. El efecto fiscal en 2011 y 2012 hace empeorar también el ROIC porque es inferior a la unidad.

Figura 26: Desagregación del ROIC de Central de Frades S.C.G.

Desagregación del ROIC	2010	2011	2012	2013
Margen Operativo Bruto	0,90%	-1,15%	0,06%	0,30%
Rotación Activo Operativo Neto, inicial	2,041	2,159	2,929	3,943
Efecto Fiscal	1,000	0,889	0,800	1,000
Margen Operativo Neto	0,90%	-1,02%	0,05%	0,30%
ROIC	1,85%	-2,20%	0,15%	1,18%
ROIC, antes de impuestos	1,85%	-2,47%	0,19%	1,18%

Fuente: Elaboración propia

En el caso del RAO lo descomponemos en dos factores, el margen ajustado y la rotación del AO. En los dos últimos años la mejora del margen y la rotación incrementan el RAO.

Figura 27: Desagregación del RAO de Central de Frades S.C.G.

Desagregación del RAO	2010	2011	2012	2013
NOPAT Ajustado	90.266	-72.352	22.711	62.484
Activo Operativo, inicial	4.506.529	4.099.838	3.965.048	3.403.211
RAO	2,00%	-1,76%	0,57%	1,84%
Margen ajustado	0,012	-0,009	0,002	0,006
Rotación Activo Operativo	1,689	1,865	2,317	3,068
RAO	2,00%	-1,76%	0,57%	1,84%

Fuente: Elaboración propia

A continuación se muestra la desagregación del ROE. En el 2013 el ROE aumenta debido al aumento del efecto fiscal, la rotación y el efecto endeudamiento. Al multiplicar el margen bruto por la rotación se obtiene el ROIC antes de impuestos. Este último es superior al ROE todos los años.

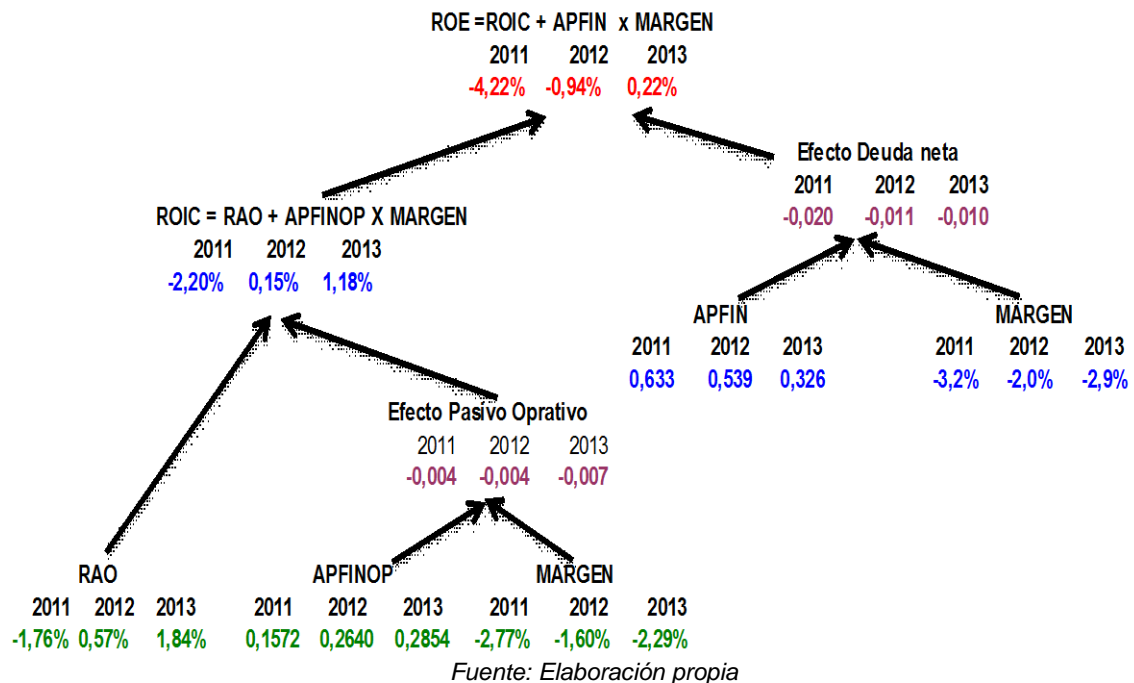
Figura 28: Desagregación del ROE de Central de Frades S.C.G.

	2010	2011	2012	2013
BAIT / Ventas	0,90%	-1,15%	0,06%	0,30%
NOPAT / BAIT	1,000	0,889	0,800	1,000
Ventas / AON	2,041	2,159	2,929	3,943
AON / PN	1,764	1,633	1,539	1,326
BDT / NOPAT	0,354	1,176	-4,040	0,140
ROIC, antes de impuestos	1,85%	-2,47%	0,19%	1,18%
ROE	1,15%	-4,22%	-0,94%	0,22%

Fuente: Elaboración propia

Para finalizar el epígrafe presentamos en la siguiente figura las relaciones de apalancamiento entre RAO, ROIC y ROE:

Figura 29: Relaciones de apalancamiento de Central de Frades S.C.G., 2010-2012



En esta descomposición piramidal del ROE se puede observar lo comentado anteriormente, en 2013 la mejora en el RAO y en el apalancamiento financiero de los pasivos operativos (APFINOP) hacen incrementar el ROIC. Al mismo tiempo, el efecto de la deuda neta, el apalancamiento financiero (APFIN) multiplicado por el margen (RAO-CFN) prácticamente no varía y como consecuencia aumenta el ROE.

6.4.2.2 Beneficio Residual y EVA de Central de Frades S.C.G.

En este apartado analizamos el Beneficio Residual (BR) y el EVA (Economic Value Added o valor económico añadido) para ver si la empresa está creando valor. A continuación vemos cómo se calculan:

Enfoque accionista (Beneficio residual):

$$BR_t = BDT_t - K_{RPt} \times PN_{t-1}$$

$$BR_t = BDT_t - K_{RPt} \times PN_{t-1} = ROE_t \times PN_{t-1} - K_{RPt} \times PN_{t-1} = (ROE_t - K_{RPt}) \times PN_{t-1}$$

Enfoque empresa (EVA o Beneficio Residual Operativo):

$$EVA_t = NOPAT_t - ccmp_t \times \text{Capital Invertido}_{t-1} = NOPAT_t - ccmp_t \times AON_{t-1}$$

$$EVA_t = NOPAT_t - ccmp_t \times \text{Capital Invertido}_{t-1}$$

$$= ROIC_t \times \text{Capital Invertido}_{t-1} - ccmp_t \times \text{Capital Invertido}_{t-1} = (ROIC_t - ccmp_t) \times \text{Capital Invertido}_{t-1}$$

Calculamos el BR para los últimos cuatro años teniendo en cuenta el ROE y el coste de los recursos propios. El diferencial entre el ROE y el coste de los recursos propios es negativo para los cuatro años debido a que este último es superior al ROE en todos los años. En los cuatro años el BR es negativo, para que fuese positivo el ROE debería ser mayor al coste de los recursos propios.

Figura 30: Cálculo del Beneficio Residual de Central de Frades S.C.G., 2010-2013

Determinación del BR	2010	2011	2012	2013
PN, inicial	2.114.615	2.169.697	2.038.815	1.996.628
(ROE - kRP)	-7,85%	-13,22%	-9,94%	-8,78%
BR	-165.911	-286.937	-202.608	-175.305
Variación en BR		-121.026	84.329	27.304
Efecto (ROE - kRP)		-113.742	71.323	23.600
Efecto PN		-7.284	13.007	3.704
Total variación en BR		-121.026	84.329	27.304

Fuente: Elaboración propia

En el caso del EVA, lo calculamos con el CCMP constante establecido para la cooperativa. Actualmente la empresa no está generando riqueza y cuantos más fondos comprometamos, peor.

Figura 31: Cálculo del EVA con el CCMP para Central de Frades S.C.G., 2010-2013

Determinación del EVA	2010	2011	2012	2013
NOPAT	68.865	-77.925	4.731	31.281
AON, inicial	3.729.300	3.542.839	3.137.008	2.647.683
CCMP (no contable)	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Carga Financiera del Capital Invertido	279.697	265.713	235.276	198.576
EVA	-210.833	-343.638	-230.544	-167.296

Fuente: Elaboración propia

7 PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA Y FINANCIERA PARA EL PERIODO 2014-2018

Después de haber analizado al detalle las cuentas de esta cooperativa debemos establecer la estrategia a seguir para el próximo quinquenio. La estrategia desarrollada tendrá como objetivo mejorar los resultados de esta empresa, los cuales fueron negativos algunos años e intentar compensar las pérdidas que arrastra de ejercicios anteriores.

7.1 Análisis DAFO de la situación de la cooperativa

Antes de explicar la estrategia desarrollada conviene realizar un análisis de las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que le afectan y le afectarán en un futuro a la cooperativa

- **Debilidades internas:**

- No hay una política clara de marketing para conseguir más clientes e incrementar las ventas.
- No se realizan previsiones económico-financieras para el futuro.
- No tienen página web ni presencia en las redes sociales.
- El comercial no visita clientes socios de otras cooperativas. En esta zona las cooperativas respetan los clientes de las demás.
- En los últimos años hubo cambios en el capital social debido a bajas y altas de los socios pero no se han analizado las causas de esas bajas.
- En los años anteriores la cooperativa cambió varias veces de gerente en poco tiempo.
- Acumulan excesivas pérdidas de años anteriores.
- Los gastos financieros son demasiado elevados debido a los préstamos y a la póliza de crédito de la que disponen.
- El plazo de conversión en liquidez o plazo de cobro es de 30 días mientras que el plazo de pago a proveedores es de uno o dos días, prácticamente les pagan al momento. Por esto, sufren tensiones de liquidez.
- Bajo poder de negociación con los proveedores.
- Alto poder de negociación de los clientes.
- Gran dependencia de la venta de piensos para vacuno de leche.

- **Fortalezas internas:**

- La cooperativa está bien situada, en un lugar visible, al lado de la Carretera Nacional 634, lo que puede atraer a nuevos clientes.
- La fábrica de piensos está totalmente automatizada por lo que el proceso productivo se realiza de forma automática.
- La cooperativa produce actualmente 24.410 toneladas de piensos compuestos al año, pero tiene una capacidad de producción de 40.000 toneladas al año.

- **Amenazas externas:**

- Gran dependencia de las cosechas de los países productores de cereales.
- El mercado de cereales está muy globalizado y España tiene poco peso en él. El precio de las materias primas lo marcan los mercados exteriores.

- **Oportunidades externas:**

- Panorama de recuperación económica a largo plazo.
- Los piensos son indispensables en la dieta de las vacas para alcanzar la máxima producción de leche. Además son complementarios de los forrajes.
- Captar nuevos clientes mediante una estrategia de penetración de mercado.
- Utilizar internet como herramienta de marketing.

7.2 Estrategia desarrollada para la cooperativa

Teniendo en cuenta lo analizado en el DAFO de la cooperativa vamos a presentar las estrategias de futuro aportadas por sus gestores, las cuales se reflejarán en los estados financieros previsionales para los próximos cinco años.

- **Estrategias de inversión:**

- La cooperativa no realizará inversiones en la fábrica de piensos pero invertirá en inmovilizado intangible
- Se deshace de activos ociosos o improductivos

La empresa no realizará inversiones en la fábrica de piensos puesto que dispone de la capacidad suficiente para incrementar la producción. No obstante, deberá mejorar la rotación de inmovilizado vendiendo maquinaria que no utiliza por valor de 205.531,20€. Se pretende obtener un beneficio de 33.063,27 euros que incluiremos en la cuenta de resultados. Además se dará de baja la correspondiente amortización.

La cooperativa invertirá en 2014 en inmovilizado intangible con la creación de su página web, la cual cuesta 450 euros. No se comprará ningún programa informático

durante los próximos cinco años, simplemente se realizará el mantenimiento y actualización de los mismos.

- **Estrategias de explotación**

- La cooperativa desarrollará una estrategia de penetración de mercado
- Se desplegará un protocolo de actuación para conservar a los clientes actuales

Se abrirá una nueva línea de negocio con la creación de su página web. A través de ella pretenderá tanto atraer a nuevos clientes como poder llegar a clientes de otras cooperativas.

El comercial de la cooperativa tendrá que conseguir nuevos socios, en concreto 15 en el período 2014-2018, el objetivo son 3 socios por año. Cada año se pretenderán captar 8 nuevos clientes: 3 nuevos socios y 5 clientes no socios.

El comercial deberá tratar de incrementar las ventas en otros tipos de pienso además de los piensos para vacas de producción.

Se formará al personal para aprender a llevar a cabo un protocolo de actuación cuando aparezcan clientes insatisfechos e intentar solucionarles las quejas si estas están justificadas. Este será el mejor mecanismo de fidelización, ya que, conservar a un buen cliente es más barato que conseguir uno nuevo.

Para hacer la previsión del aumento de ventas debido a los nuevos clientes partimos de que en 2013 las toneladas producidas eran las siguientes:

Figura 32: Producción de piensos en 2013

PRODUCCIÓN DE PIENSO AÑO 2013	
	Cantidad (toneladas)
Pienso novillas	1.037,51
Pienso terneros	2.551,84
Pienso vacas producción	18.694,95
Pienso avicultura	807,76
Pienso cerdos	387,35
Pienso conejos	138,96
Pienso caballos	21,24
Harinas y otros	770,76
Total Ventas Producto Terminado	24.410,37

Fuente: Elaboración propia

Con la captación de nuevos clientes se prevé un aumento de la producción alcanzando en 2015 los niveles anteriores a la crisis del sector lácteo, alrededor de 25.000 toneladas al año. Los precios de venta de los piensos para el próximo quinquenio irán aumentando según la variación que se prevé en el Índice de Precios de Consumo,

debido a que el precio de las materias primas depende de muchos factores y es casi imposible de predecir.

Figura 33: Previsión de la evolución del IPC

AÑOS	2014	2015	2016	2017	2018
EVOLUCIÓN IPC	1,50%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%

Fuente: Fondo Monetario Internacional⁷

Las ventas de la tienda agraria y otros servicios de la cooperativa también aumentarán en este periodo. La previsión de la variación en las ventas con respecto al año precedente es la siguiente:

Figura 34: Previsión de la variación en las ventas de la cooperativa con respecto al año anterior

Previsión para la producción de piensos	2014	2015	2016	2017	2018
Pienso novillas	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Pienso terneros	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Pienso vacas producción	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Resto de piensos	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
Previsión otras ventas	2014	2015	2016	2017	2018
Tienda agraria	1%	1%	1%	1%	1%
Ventas otros servicios	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Fuente: Elaboración propia

Con este aumento tanto en la producción de pienso como en otras ventas de la cooperativa las ventas en el próximo quinquenio son las siguientes:

Figura 35: Previsión de las ventas de la cooperativa, 2014-2018

PREVISIÓN DE LAS VENTAS DE LA COOPERATIVA EN EUROS					
	2014	2015	2016	2017	2018
VENTAS PIENSOS	8.302.893,33€	8.544.250,88€	8.792.929,17€	9.049.155,70€	9.313.165,10€
VENTAS TIENDA AGRARIA	286.379,63€	289.243,43€	292.135,86€	295.057,22€	298.007,79€
VENTA OTROS SERVICIOS	2.137.693,00€	2.148.381,46€	2.159.123,37€	2.169.918,99€	2.180.768,58€
TOTAL VENTAS	10.726.965,96€	10.981.875,77€	11.244.188,41€	11.514.131,91€	11.791.941,47€

⁷ Mars, A. (2013, 8 de octubre). El FMI da un leve respiro a España: el Fondo mejora las previsiones por primera vez en tres años, pero mantiene que queda aún todo un lustro por delante sin apenas creación de empleo. *El País*. Recuperado 06/28, 2014, de: http://economia.elpais.com/economia/2013/10/08/actualidad/1381230811_998105.html

Fuente: Elaboración propia

La evolución de las ventas en porcentaje con respecto al año anterior es la siguiente:

Figura 36: Variación de las ventas totales de la cooperativa con respecto al año precedente

EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS TOTALES						
Años	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total ventas €	10.409.222	10.726.966	10.981.876	11.244.188	11.514.132	11.791.941
Variación ventas		3,05%	2,38%	2,39%	2,40%	2,41%

Fuente: Elaboración propia

Los incrementos interanuales de las ventas pueden parecer pequeños, pero debemos tener en cuenta que en una cooperativa el incremento de las ventas se puede dar por el aumento en la actividad de los socios existentes o por la captación de nuevos socios. Esto último es complicado debido a la alta rivalidad del sector y por ello hemos establecido un plan más conservador.

- **Estrategias de financiación**

- Reducción del plazo de cobro y negociación del coste de la deuda
- La cooperativa no abonará retornos a los socios

El capital de la cooperativa va a aumentar en el periodo de previsión porque se esperan conseguir 3 socios nuevos cada año. La aportación obligatoria de cada nuevo socio al capital de la cooperativa establecida en los estatutos sería de 751,27 euros. Por tanto, el capital aumentará 2.253,81 euros cada año. No se prevén reducciones en el capital, es decir, bajas de socios, debido a la nueva política que se adoptará con los clientes. En nuestra estrategia de planificación no contemplamos nuevas subvenciones, aunque la cooperativa no descarta conseguirlas, lo que hace que hagamos un plan más conservador.

En próximo quinquenio la cooperativa tendrá resultados positivos por lo que se dotará al Fondo de Reserva Obligatorio y al Fondo de Formación lo mínimo establecido por ley, el 20% y el 5% respectivamente. De lo destinado al Fondo de Formación utilizaremos todos los años el 83% en formación para los socios y trabajadores. No se destinará ningún importe al Fondo de Reserva Voluntario. En el periodo de previsión la cooperativa no pagará retornos cooperativos a los socios.

Se negocia con el banco para que durante el periodo de predicción el coste de la deuda se mantenga en un 6% y los ingresos financieros se mantengan estables.

La reducción del plazo de cobro a clientes a 15 días provoca una mayor rotación por lo que se reduce la cifra de deudores comerciales. Como consecuencia, el ciclo de tesorería se reduce y la cooperativa tarda menos en recuperar lo invertido.

7.3 El plan financiero: estados financieros pro forma

A continuación se muestran los estados financieros pro forma de la cooperativa elaborados a partir de las estrategias descritas anteriormente y en función de la información histórica de la empresa. Se trata de un modelo en el que la mayoría de las variables se relacionan con las ventas y otras se estiman en función de su crecimiento interanual.

Figura 37: Cuenta de resultados previsional de Central de Frades S.C.G., 2014-2018

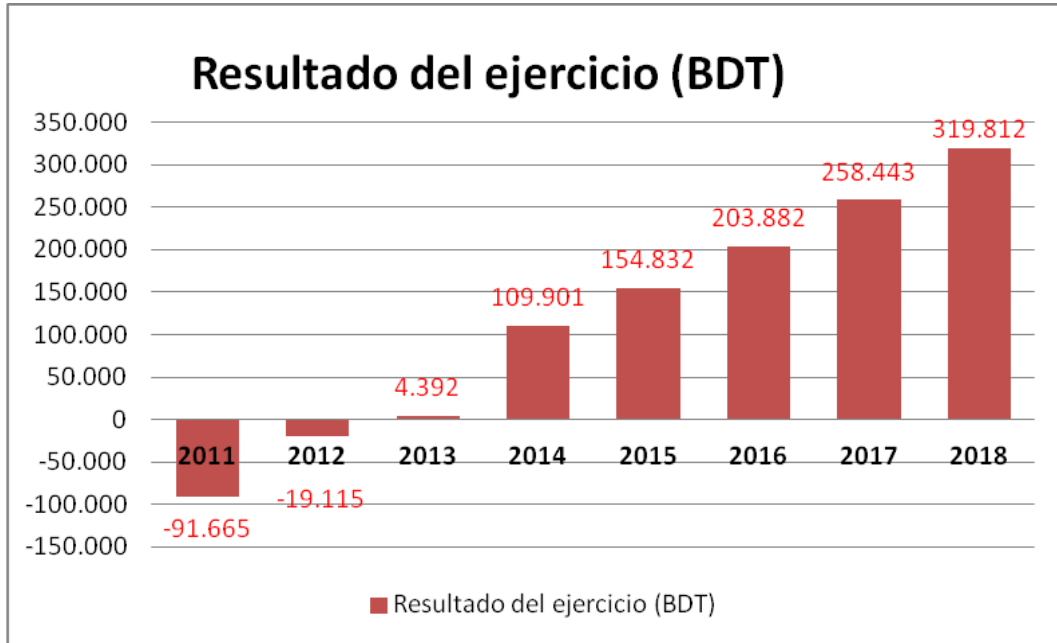
	REAL	ESTIMADO	ESTIMADO	ESTIMADO	ESTIMADO	ESTIMADO
CUENTA DE RESULTADOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de explotación	10.440.955	10.771.237	11.039.044	11.314.850	11.598.909	11.891.483
Importe neto de cifra de negocios	10.409.222	10.726.966	10.981.876	11.244.188	11.514.132	11.791.941
Otros ingresos de explotación	31.733	44.271	57.169	70.662	84.777	99.542
Consumo de mercaderías y materiales	9.013.914	9.261.684	9.453.742	9.650.852	9.853.154	10.060.788
Gastos de personal	601.321	610.341	617.665	625.077	632.578	640.169
Otros gastos de explotación	702.318	712.853	721.407	730.064	738.825	747.691
Amortización	141.094	127.610	127.610	127.610	127.610	127.610
Imputación de subvenciones	43.456	69.111	69.111	69.111	69.111	69.111
Otros resultados	5.517	39.454	32.938	26.093	18.904	11.357
Resultado de explotación	31.281	167.314	220.668	276.451	334.758	395.694
Ingresos financieros	6.821	9.176	9.176	9.176	16.104	36.019
Gastos financieros	33.709	39.113	36.304	30.774	27.808	31.947
Resultado financiero	-26.889	-29.938	-27.129	-21.598	-11.704	4.072
Resultado antes de impuestos (BAT)	4.392	137.376	193.540	254.853	323.054	399.765
Impuestos sobre sociedades	0	27.475	38.708	50.971	64.611	79.953
Resultado del ejercicio (BDT)	4.392	109.901	154.832	203.882	258.443	319.812
Dotación Fondo de Reserva Obligatorio	0	878	21.980	30.966	40.776	51.689
Dotación Fondo de Reserva Voluntario	0	0	0	0	0	0
Dotación Fondo Formacion	0	220	5.495	7.742	10.194	12.922
Excedente	4.392	108.803	127.357	165.174	207.473	255.201

Fuente: Elaboración propia

En la cuenta de resultados el consumo evolucionará en el próximo quinquenio llegando en 2018 al promedio que representaba sobre las ventas en el periodo 2009-2013. En lo referente a los gastos de personal, evolucionarán según el Índice de Precios de Consumo; ya que, mantendremos la misma plantilla. Los otros gastos de explotación también variarán según el IPC.

Podemos apreciar una mejora significativa de los resultados obtenidos con la estrategia planteada. En la siguiente figura podemos ver la evolución del resultado tres años antes de elaborar el plan financiero y hasta el final del periodo de planificación.

Figura 38: Resultado del ejercicio de Central de Frades S.C.G., 2011-2018



Fuente: Elaboración propia

Figura 39: Balance previsional de Central de Frades S.C.G., 2014-2018

	Real	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
BALANCE	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activo No Corriente	2.022.609	1.840.042	1.838.484	1.836.926	1.835.368	1.833.810
Inmovilizado intangible	4.547	4.997	4.997	4.997	4.997	4.997
Inmovilizado material	1.906.166	1.728.114	1.728.114	1.728.114	1.728.114	1.728.114
Inversiones financieras a L/P	75.420	75.420	75.420	75.420	75.420	75.420
Otros activos no corrientes	36.476	31.511	29.953	28.395	26.837	25.279
Activo Corriente	1.699.452	1.755.032	1.766.085	1.776.707	1.883.464	2.170.787
Existencias	654.556	704.870	752.479	801.847	853.041	906.128
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.018.583	989.918	952.264	912.371	870.132	825.436
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	19.686	52.523	52.523	52.523	149.127	426.809
Otros activos corrientes	6.626	7.722	8.819	9.966	11.164	12.415
TOTAL ACTIVO	3.722.061	3.595.074	3.604.568	3.613.633	3.718.831	4.004.597
Patrimonio Neto	1.972.996	2.015.820	2.098.331	2.227.677	2.409.164	2.649.323
Capital	163.999	166.253	168.538	170.854	173.202	175.582
Fondo de reserva obligatorio	435.299	436.178	458.158	489.124	529.901	581.589
Fondo de reserva voluntario	1.121.582	1.121.582	1.121.582	1.121.582	1.121.582	1.121.582
Resultados de ejercicios anteriores	-166.940	-162.548	-53.745	73.611	238.785	446.258
Resultado de la cooperativa(positivo o negativo)	4.392	108.803	127.357	165.174	207.473	255.201
Subvenciones, donaciones y legados	414.664	345.553	276.443	207.332	138.221	69.111
Pasivo No Corriente	444.415	458.148	490.052	521.546	567.861	644.945
Fondo de educación, formación y promoción a l/p	909	37	916	1.290	1.699	2.154
Deudas con características especiales a l/p	34.597	28.070	22.783	17.466	12.444	7.445
Deudas a largo plazo	305.243	330.127	366.389	402.791	451.029	525.006
Otros pasivos no corrientes	103.666	99.915	99.963	99.999	102.688	110.340
Pasivo Corriente	1.304.651	1.121.106	1.016.185	864.409	741.807	710.329
Deudas a corto plazo	324.407	293.693	215.897	92.637	0	0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	978.919	825.216	797.187	767.725	736.770	704.255
Otros pasivos corrientes	1.325	2.197	3.101	4.047	5.038	6.074
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	3.722.061	3.595.074	3.604.568	3.613.633	3.718.831	4.004.597

Fuente: Elaboración propia

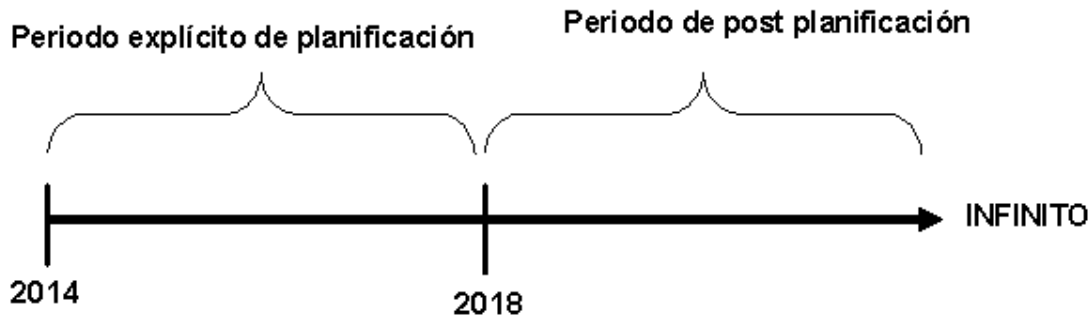
En el balance se observa que la cifra de capital aumenta con la entrada de nuevos socios. Además, los resultados negativos de años anteriores desaparecen en el periodo de planificación debido a que se compensan con los resultados positivos obtenidos. En cuanto al endeudamiento, la cooperativa se financia en el próximo quinquenio más con deuda a largo que a corto plazo. El endeudamiento a corto plazo se utiliza en los tres primeros años de previsión mientras que el efectivo no llegue a exceder el mínimo requerido para llevar a cabo su actividad. Se observa que en los dos últimos años del periodo de previsión la cooperativa prescindirá del endeudamiento a corto plazo debido al excedente de tesorería que obtendrá.

8 VALORACIÓN DE CENTRAL DE FRADES S.C.G.

8.1 Metodología de valoración aplicada

Este apartado tiene como fin cuantificar el valor de la cooperativa. Hay que tener en cuenta que el término valor no es sinónimo de precio. El valor de la empresa hoy es su capacidad para generar resultados en el futuro. En la siguiente figura se aprecian las etapas del modelo de valoración:

Figura 40: Periodos del horizonte de valoración



Fuente: Rodríguez Sandiás, A. (2011). *Estrategias de planificación financiera aplicada*. Santiago de Compostela: Andavira.

Para valorar la cooperativa, primero establecemos un periodo de planificación de cinco años (2014-2018) desarrollado en el anterior epígrafe⁸. A partir del último año de planificación entramos en el periodo de post planificación y suponemos un crecimiento constante para los flujos de la cooperativa, ya que en principio la vida de la empresa no tiene límite temporal. Una vez que se obtienen los flujos de caja para el periodo que hemos planificado se utiliza el método de descuento de flujos de caja libres.

El método de flujos de caja libres establece los flujos de caja de la empresa (FCE) para el periodo de previsión (2014-2018) y los actualiza hasta el presente al Coste de Capital Medio Ponderado (CCMP). Al valor actual agregado de los FCE durante el periodo explícito de planificación se le suma el valor actualizado a finales de 2018 del Valor en Continuidad de la empresa en el periodo de post planificación. Utilizaremos la siguiente fórmula para obtener el valor de las operaciones de la empresa:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{\prod_{t=1}^n (1 + k_{cmpt})^t} + \frac{VC_n}{\prod_{t=1}^n (1 + k_{cmpt})^t}$$

La fórmula utilizada para calcular el Valor en Continuidad es la siguiente:

$$VC_n = \frac{FCL_n \times (1 + g)}{k_{cmpt} - g}$$

⁸ Escogemos un periodo de planificación de cinco años porque creemos que es suficiente para que la cooperativa se estabilice y alcance la capacidad suficiente para que a partir de ahí se pueda establecer la hipótesis de crecimiento constante.

8.2 Determinación de la tasa de descuento y del crecimiento residual

El primer paso para realizar la valoración es determinar la tasa de descuento (el coste de capital medio ponderado) a la que se van actualizar los flujos de caja de la empresa. Dada la dificultad que tiene la determinación del coste de los recursos propios en una empresa y mucho más en una cooperativa y para no complicar más el análisis hemos optado por utilizar una tasa de descuento constante del 7,5%, que creemos que refleja adecuadamente el coste de oportunidad de los fondos globalmente aplicados a la financiación de las actividades de la cooperativa. A continuación, se determinan los flujos de la empresa y posteriormente se establece la pauta a seguir en el periodo post planificación.

En la valoración en continuidad que constará de una sola etapa, asumiremos que llegado el año 2018 los flujos de caja libres entrarán en un crecimiento constante a perpetuidad del 2,5%. Teniendo en cuenta los crecimientos previstos del periodo de planificación creemos que es asumible confirmar una consolidación del crecimiento a largo plazo del 2,5% nominal, lo que no excede en gran cuantía de lo que podría ser la inflación habitual y que, por lo tanto, consideramos sostenible.

8.3 Determinación de los flujos de caja libres de la cooperativa

En la siguiente figura vemos los flujos de caja libres de la empresa Central de Frades S.C.G. para el periodo explícito de previsión, 2014-2018:

Figura 41: Flujos de Caja Libres, Central de Frades S.C.G.

	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT	133.851	176.535	221.160	267.807	316.555
+ Amortización	127.610	127.610	127.610	127.610	127.610
- Incremento en Activo Corriente Operativo	22.744	11.052	10.622	10.153	9.641
+ Incremento en Pasivo Operativo	-152.831	-27.125	-28.515	-29.965	-31.478
- Inversión en Inmovilizado Operativo	-49.992	127.610	127.610	127.610	127.610
= Flujo de Caja de la cooperativa	135.879	138.357	182.023	227.689	275.436
Crecimiento en el FCL		1,8%	31,6%	25,1%	21,0%

Fuente: Elaboración propia

Establecemos el flujo de la empresa a partir del NOPAT. Calculamos el NOPAT multiplicando el BAIT por uno menos la tasa impositiva. Al NOPAT le añadimos la amortización, le restamos tanto la inversión en Activo Corriente Operativo como en Inmovilizado Operativo y le sumamos las variaciones de Pasivo Operativo. Podemos observar que los FCL son positivos y van en aumento durante el periodo obteniendo su mayor crecimiento en 2016, aumentando un 31% con respecto al año precedente.

8.4 Valoración de la cooperativa con una sola etapa de crecimiento residual

A continuación se muestra la valoración asumiendo que los flujos presentan solo un crecimiento constante a perpetuidad, el 2,5%.

Figura 42: Valoración con un solo crecimiento residual

Valoración con una sola etapa en Valor en Continuidad	
Tasa de descuento	7,5%
Crecimiento residual	2,5%
Valor Flujos Periodo Planificación	754.995
Valor en Continuidad	5.646.429
V.A. Valor en Continuidad	3.933.069
Valor Operativo de la Empresa	4.688.064
Valor Activos no Operativos	75.420
Valor Total Empresa	4.763.484
Deuda	768.822
Valor de los Recursos Propios	3.994.662

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar se calcula el valor actual de los flujos que forman parte del periodo de planificación (2014-2018). A continuación hallamos el valor en continuidad que recoge el crecimiento de los FCL a partir de 2019 valorados a inicio de 2019, finales de 2018. El valor en continuidad lo tenemos que actualizar hasta el presente (inicios de 2014) a la tasa de descuento indicada y durante 5 años. El valor de las operaciones de la empresa es la suma del valor de los flujos durante los 5 años de planificación más el valor actual del valor en continuidad. Si le añadimos el valor de los activos no operativos (inversiones financieras a largo y a corto plazo) y le restamos la deuda llegamos a un valor de los recursos propios de 3.994.662 millones de euros.

8.5 Análisis de riesgo y sensibilidad a la tasa de descuento y al crecimiento residual

A continuación mostramos una tabla de doble entrada para analizar el efecto que tienen sobre el valor de los recursos propios el crecimiento residual y la tasa de descuento.

Figura 43: Análisis de sensibilidad: crecimiento y tasa de descuento

		Crecimiento						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
Tasa de descuento	6,00%	4.254.519	4.739.343	5.345.373	6.124.554	7.163.462	8.617.934	10.799.642
	6,50%	3.776.614	4.165.891	4.641.674	5.236.403	6.001.055	7.020.590	8.447.940
	7,00%	3.378.863	3.697.239	4.079.291	4.546.243	5.129.933	5.880.392	6.881.004
	7,50%	3.042.756	3.307.175	3.619.669	3.994.662	4.452.987	5.025.894	5.762.488
	8,00%	2.755.075	2.977.551	3.237.107	3.543.854	3.911.951	4.361.848	4.924.218
	8,50%	2.506.124	2.695.408	2.913.811	3.168.615	3.469.747	3.831.106	4.272.766
	9,00%	2.288.634	2.451.239	2.637.072	2.851.496	3.101.657	3.397.302	3.752.075

Fuente: Elaboración propia

En el análisis se aprecia que ante un incremento o reducción de un punto y medio porcentual tanto en la tasa de descuento como en el crecimiento residual el valor de los recursos propios de la cooperativa se encuentran entre 2.288.634€ y 10.799.642€, todo lo demás constante.

Conclusiones y ampliación

Con el presente trabajo se ha obtenido la finalidad esperada, un valor objetivo para la cooperativa. No obstante, para ello ha sido necesario construir los estados financieros previsionales basados en: información histórica, análisis del entorno y estrategias de futuro para la empresa.

El análisis del sector nos indica la fuerte rivalidad existente, la gran dependencia del mercado de materias primas y de la evolución del sector lácteo. Esta cooperativa acumula elevadas pérdidas de ejercicios anteriores y sus resultados en los últimos cinco años no han sido muy buenos. En ello también han influido los elevados gastos financieros que ha tenido que afrontar. Podemos concluir que los numerosos cambios en la gerencia de la cooperativa en los últimos años y la inexistencia de planes estratégicos de futuro han podido ser los causantes de esta situación.

Con la planificación estratégica para el próximo quinquenio procuramos revertir esta situación buscando nuevas oportunidades para la cooperativa y combatiendo debilidades y amenazas.

Concluimos que el valor de los recursos propios de Central de Frades S.C.G. es de 3.994.662 millones de euros a 1 de enero de 2014. El valor obtenido duplica el contable.

La cooperativa debe seguir de cerca las nuevas amenazas externas como puede ser la posible desaparición de las cuotas lácteas a mediados de 2015. Estas cuotas establecidas desde Bruselas intentan que la producción nacional no exceda de la demanda de los consumidores.

Una vez que desaparezcan, los más pesimistas alertan de que los ganaderos españoles no podrán hacer frente a la competencia de otros países debido a que tienen menos capacidad de crecimiento. Esto es debido a que la mayoría aún están pagando los préstamos de la compra de esta cuota para poder vender la leche. Como consecuencia, al aumentar la oferta bajará el precio de la leche aunque los costes irán en aumento y muchas granjas podrán desaparecer. Esto podría traer graves consecuencias a la cooperativa, puesto que depende en gran medida del sector lácteo en la venta de piensos.

Otras opiniones indican que será positivo; ya que, se podrá cubrir la demanda total del estado, aunque los ganaderos deberán ser más competitivos. Por lo tanto, la gerencia de la cooperativa deberá estar preparada para afrontar las consecuencias que se deriven de las decisiones definitivas que tome la Unión Europea sobre este tema y deliberar sobre planes estratégicos que le permitan afrontar la nueva situación.

Debido a limitaciones de espacio en este trabajo fin de grado hemos tenido que reducir el contenido y prescindir de algunas partes. Sería conveniente ampliar su contenido utilizando otros métodos de valoración, planteando otras estrategias de planificación y hacer un análisis en profundidad de escenarios para ver como variaría el valor de la empresa.

Por último, debemos destacar que buena parte de las dificultades de este trabajo radican en que se trata de una cooperativa y que ha sido necesario aprender sobre las particularidades contables que entrañan este tipo de sociedades. Esto ha sido crucial tanto para realizar el análisis de los estados contables históricos como para marcar una estrategia para el periodo de previsión y elaborar los estados financieros previsionales.

Bibliografía

BIBLIOGRAFÍA REFERENCIADA

Acosta, A. (2014, 3 de abril). El BCE deja en el 0,25% los tipos de interés pese a la caída de la inflación. *La información*. Recuperado el 07/29, 2014 de: http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/el-bce-deja-en-el-0-25-los-tipos-de-interes-pese-a-la-caida-de-la-inflacion_t6wpCgbbKGxGgAC00UI0X5/

Boletín de deuda pública. *Banco de España*. Recuperado el, 06/05, 2014, de: <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/banota/a0103.txt>

Castromán Diz, Juan Luis, Núñez Liz, Paloma. (2012). *Organización de la producción*. Madrid: Pearson Educación.

E. Porter, Michael. (2009). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. Madrid: Pirámide.

Mars, A. (2013, 8 de octubre). El FMI da un leve respiro a España: el Fondo mejora las previsiones por primera vez en tres años, pero mantiene que queda aún todo un lustro por delante sin apenas creación de empleo. *El País*. Recuperado 06/28, 2014, de: http://economia.elpais.com/economia/2013/10/08/actualidad/1381230811_998105.html

Rodríguez Sandiás, A. (2011). *Estrategias de planificación financiera aplicada* (1ª edición). Santiago de Compostela: Andavira.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

LIBROS:

- Barros Fornos, F., Rodríguez Sandiás, A. (2009): *Planificación financiera de cooperativas: modelos de planificación financiera de cooperativas con Excel*, Centro de Estudios Cooperativos-USC.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2003). *Valoración: medición y gestión de valor*. Barcelona: Deusto.
- Fernández, P. (2004): *Valoración de empresas*, Gestión 2000, Barcelona.
- Gutiérrez Viguera, M. (2011). *Contabilidad de las cooperativas y sus implicaciones fiscales* (1ª ed). Wolters Kluwer España, S.A.
- Mascareñas Pérez-Íñigo, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (5ª ed.). Ecobook.
- Mougán Bouzón, H., (Dir.). (2013). *XVII Informe sobre a xestión e o estado económico do cooperativismo agrario en Galicia*. Santiago de Compostela: AGACA, Dirección Xeral de Relacións Laborais.
- Rodríguez Sandiás, A. (2014): *Estrategias de Planificación Financiera Aplicada* (2ª ed.). Andavira.
- Rodríguez Sandiás, A. (2012): *Dirección Financiera Aplicada: Inversiones* (1ª ed.). Andavira.
- Rojo, A. (2007): *Valoración de empresas y gestión basada en el valor*. Thomson.
- Sanjurjo, M., (2003): *Guía de valoración de empresas*. Pearson.
- Titman, S., Martin, J. (2009): *Valoración*. Pearson.

DOCUMENTOS ELECTRÓNICOS:

- Asociación Galega de Cooperativas Agroalimentarias (AGACA). (2011). *Manual de eficiencia energética en fábricas de piensos*. Recuperado de: <http://www.agaca.coop/docs/Manual%20eficiencia%20energetica%20fabricas%20pienso%20CO2OP.pdf>
- Babío Arcay, M.R., Jordán Rodríguez, M. (2013). Cooperativas de Galicia. *Informe de síntese 2010*. Recuperado de: http://www.cooperativasdeg Galicia.com/pesga/docs/sintese/Informe_cooperativas_2010_marcadores_.pdf
- Bel Durán, P., Fernández Guadaño, J. (2002). *La financiación propia y ajena de las sociedades cooperativas*. CIRIEC-España, *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, (42), 101-130. Recuperado de: http://www.ciriec-revistaeconomia.es/banco/05_Bel_42.pdf
- Cooperativas Agro-alimentarias. (2010). VI Congreso de Cooperativas, referente del sector agroalimentario. *Somos futuro*, (6), 5-27. Recuperado de: <http://www.agro-alimentarias.coop/ficheros/doc/02895.pdf>

- Cooperativas Agro-Alimentarias. (2014). Inspecciones a cooperativas: cuando Hacienda pierde el Norte. *Somos futuro*, (21), 3-61. Recuperado de: <http://www.agro-alimentarias.coop/ficheros/doc/04224.pdf>
- Cooperativas Agro-Alimentarias. (2013). Las leyes de integración cooperativa y de mejora de la cadena alimentaria, ya están en el Congreso. *Somos futuro*, (17), 4-62. Recuperado de: <http://www.agro-alimentarias.coop/ficheros/doc/03897.pdf>
- Gutiérrez Navas, M. (2013). El papel del cooperativismo agroalimentario en la economía mundial. *Mediterráneo económico*, 24, 7-354. Recuperado de: <http://www.agro-alimentarias.coop/ficheros/doc/04135.pdf>
- Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. (2003). Diagnóstico y Análisis Estratégico del Sector Agroalimentario Español: análisis de la cadena de producción y distribución de piensos. Recuperado de: http://www.magrama.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-y-comercializacion-y-distribucion-alimentaria/informe_pensos_tcm7-7948.pdf
- Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura; División de Comercio y Mercados; Sistema Mundial de Información y Alerta (SMIA). (2014). *Perspectivas Alimentarias. Perspectivas de cosechas y situación alimentaria*, (2), 2-41. Recuperado de: <http://www.fao.org/3/a-i3899s.pdf>
- Xunta de Galicia, Dirección General de Relaciones Laborales de la Consellería de Trabajo y Bienestar. (2012). *El Cooperativismo en Galicia*. Recuperado de: http://www.cooperativasdegalicia.com/docs/Cooperativismo_ESP_final_web_121026.pdf